



**universidad
de león**
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León**

Grado en Finanzas
Curso 2013/2014

**MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB): UNA ALTERNATIVA DE
FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

ANALYSIS OF THE ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET (MAB): AN
ALTERNATIVE OF FUNDING FOR SPANISH FIRMS

Realizado por el alumno D. Diego Casado Rodríguez

Tutelado por el Profesor Dña. Isabel Feito Ruíz

León, Julio 2014



VISTO BUENO DEL TUTOR DEL TRABAJO FIN DE GRADO

El Profesor D. Isabel Feito Ruiz, en su calidad de Tutor del Trabajo Fin de Grado titulado "*Mercado Alternativo Bursátil (MAB): Una Alternativa de Financiación para las Empresas Españolas*" realizado por D. Diego Casado Rodríguez en el Grado Universitario en Finanzas, informa favorablemente el mismo, dado que reúne las condiciones necesarias para su defensa.

Lo que firmo, para dar cumplimiento al art. 12.3 del R.D. 1393/2007, de 29 de octubre.

En León, a 4 de Julio de 2014

VºBº

Fdo.: Isabel Feito Ruiz

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. RESUMEN.....	7
2. INTRODUCCIÓN	8
3. OBJETIVO.....	9
4. METODOLOGÍA	10
5. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA VARIABLE (MAB).....	11
5.1. NORMATIVA PARA COTIZAR EN EL MAB	11
5.1.1. Requisitos y procedimientos de incorporación y exclusión al MAB	11
5.1.2. Aportación de información necesaria para Pymes	14
5.1.3. Asesor registrado.....	15
5.1.4. Proveedor de liquidez.....	18
5.1.5. Normas de contratación.....	19
5.1.6. Tarifas en el MAB.....	22
5.2. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO E INCENTIVOS FISCALES	24
5.2.1. Organización del mercado.....	24
5.2.2. Incentivos fiscales y ayudas	25
5.2.3. Incentivos fiscales a inversores	28
5.2.4. Ayudas a Empresas	29
5.3. FUTURO DEL MAB.....	29
5.4. OTROS MERCADOS ALTERNATIVOS EXTRANJEROS	31
5.4.1. <i>Alternative Investment Market</i> (AIM).....	31
5.4.2. NYSE Alternext	32
6. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA.....	33
6.1. EMPRESAS COTIZADAS EN EL MAB	33
6.2. RECOGIDA DE DATOS.....	60
6.3. METODOLOGÍA: REGRESIÓN MÚLTIPLE	66
6.4. RESULTADOS REGRESIÓN MÚLTIPLE (DATOS PANEL)	73
7. CONCLUSIONES	79
BIBLIOGRAFÍA.....	81
ANEXO.....	84
Anexo 1: Estadísticos financieros	84
Anexo 2: Determinantes de los resultados empresariales (EBIT/AT) de las compañías del MAB (I).....	85
Anexo 3: Determinantes de los resultados empresariales (EBIT/AT) de las compañías del MAB (II).	86

Anexo 4: Determinantes de los resultados empresariales (BN/FP) de las compañías del MAB (I).....	87
Anexo 5: Determinantes de los resultados empresariales (BN/FP) de las compañías del MAB (II).	88
Anexo 6: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (I) (Estructura Propiedad Anual).....	89

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 5.1: Tarifas de Negociación.....	23
Tabla 5.2: Tarifas Totales de 4 Empresas cotizadas en el MAB.....	24
Tabla 6.3: Edad de empresas en el momento del acceso al MAB.....	61
Tabla 6.4: Porcentaje de empresas por edad.....	62
Tabla 6.5: Sector de actividad.....	63
Tabla 6.6: Porcentaje de empresas por sector.....	64
Tabla 6.7: Porcentaje de empresas según procedencia geográfica.....	65
Tabla 6.8: Tipo de accionistas mayoritarios y concentración.....	71
Tabla 6.9: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (I).....	74
Tabla 6.10: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (II).....	78

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 6.1: Empresas por edades.....	63
Figura 6.2: Empresas según procedencia geográfica.....	66

1. RESUMEN

El objetivo de este trabajo Fin de Grado es analizar el Mercado Alternativo Bursátil español (MAB), considerando los posibles determinantes del *performance* de sus empresas. El MAB se crea como un mecanismo de financiación alternativa para las pequeñas y medianas empresas (Pymes), a la vez que proporciona una valoración objetiva de la compañía y genera liquidez a los inversores. Con el objetivo de verificar éstas ventajas de incorporación al mercado, se lleva a cabo un análisis econométrico de 20 de sus empresas, para el periodo 1989-2013. Los resultados muestran que el *performance* obtenido por cada una de las empresas aumenta si su estructura de propiedad es más concentrada, cuanto mayor es el tiempo que llevan cotizando en el MAB, y cuanto mayor son sus beneficios en el ejercicio anterior. El sector en el que desarrolla su actividad también es clave, obteniendo mayor *performance* las empresas dedicadas al comercio y menores las dedicadas a la alimentación y bebidas, electrónica y software, ingeniería y otros servicios.

Palabras clave: Mercado Alternativo Bursátil (MAB), Pequeña y Mediana Empresa (PYME), Beneficios, Estructura de Propiedad, Tipo de Propietario.

ABSTRACT

The aim of this End-of-Degree Project is to analyze the Alternative Investment Market (MAB), considering the possible determinants of its firms' performance. The MAB stands as an alternative funding mechanism for small and medium enterprises (SMEs), while it provides an objective assessment of the company and liquidity to investors. In order to verify these advantages of market entry, the econometric analysis of 20 of his companies, for the period 1989-2013 is carried out. The result show that the performance obtained by each firm increase if their ownership structure is more concentrated, the higher the time listed is, and the higher the previous performance is. The sector in which it operates is also relevant, obtaining higher performance those firms dedicated to trade and less those dedicated to food and drinks, electronic and software, engineering and other services.

Key words: Alternative Investment Market (MAB), Small and Medium Enterprises (SMEs), Performance, Ownership Structure, Type of Owner.

2. INTRODUCCIÓN

El Mercado Alternativo Bursátil español (MAB) es un mercado en el que participan empresas de pequeño y mediano tamaño y cuya estrategia empresarial se encuentra en plena expansión. Inicia sus operaciones en julio de 2009, asentándose en unas bases de reducidos costes y procedimientos adaptados a los participantes del mercado. Se crea la figura del “asesor registrado”, que permite cumplir todos y cada uno de los requisitos de información y seguimiento. Las empresas que cotizan en este mercado tienen menos exigencias en cuanto a capitalización bursátil que las que están presentes en la bolsa principal española (Índice General de la Bolsa de Madrid, IGBM). No obstante, las empresas que cotizan en el MAB cuentan con una estricta normativa de exigencia de liquidez, teniendo que disponer cada empresa de un “proveedor de liquidez” que sirva de intermediario en la búsqueda de las contrapartidas que permitan fijar los precios de cotización con la mayor exactitud posible.

La idea de crear este mercado nace de la situación que vive España, con un 99% de Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) en su tejido empresarial. Estas pequeñas y medianas empresas engloban el 65 % del PIB nacional y una ocupación del 80 % del empleo. Cabe esperar que las empresas más fuertes puedan seguir su expansión y ampliar sus cuotas de mercado. Con la participación de las empresas en el MAB se aguarda alcanzar nuevos inversores gracias a su cotización pública e incrementarán sus posibilidades de financiarse, incluso mediante la captación internacional de recursos. Así, en el 2008 se puso en marcha en España el MAB, y siguiendo el ejemplo de otros mercados similares en zonas europeas (principalmente el *Alternative Investment Market*, AIM en Londres), se ha adaptado a las necesidades y expectativas de las empresas de menor tamaño.

El nuevo formato de mercado (mercado alternativo de renta variable o segundo mercado) permite aportar financiación a empresas procedentes de sectores más innovadores, como la biotecnología. Estas entidades se caracterizan por necesitar gran cantidad de recursos financieros para llevar a cabo sus inversiones. En ocasiones, sus propuestas de negocio pueden no generar beneficios. En la actualidad, son pocas las empresas de sectores innovadores que coticen en la bolsa, pero hay un buen número de compañías que muestran interés por entrar en el mercado alternativo bursátil español

(MAB) y cabe esperar que continúe esa tendencia creciente por parte de empresas de otros sectores de actividad.

Desde el verano de 2007, como consecuencia de la crisis financiera, las Pymes han tenido que hacer frente a mayores dificultades para acceder a financiación. La gran dependencia de estas empresas del crédito bancario ha condicionado que hayan sufrido aún mayores consecuencias negativas que otras entidades. Asimismo, más allá de las dificultades asociadas a la crisis financiera, las Pymes afrontan nuevos retos en cuanto a su financiación. En concreto, el acceso a financiación bancaria se verá condicionado por la implantación del nuevo marco internacional de regulación prudencial bancaria, Basilea III (Arce, López y Sanjuán, 2011).

Como consecuencia de todo lo anterior, resulta relevante analizar el Mercado Alternativo Bursátil español (MAB), así como las empresas que se han incorporado al mismo.

3. OBJETIVO

En el contexto anteriormente descrito, los objetivos de este trabajo se detallan a continuación.

En primer lugar, se pretende dar una visión global del MAB, destacando sus ventajas e incentivos para la incorporación de nuevas empresas. Se hará referencia a la importancia de que las empresas velen por el cumplimiento de las reglamentaciones dictaminadas en las circulares, y la presencia de dos agentes principales de este mercado: (i) el “asesor registrado” y (ii) el “proveedor de liquidez”. Finalmente, se hará alusión a la situación de los mercados alternativos mundiales, a fin de detallar elementos a mejorar para lograr un mercado de referencia como son el resto.

Un segundo objetivo de este estudio es analizar las características de las 22 empresas que forman parte del MAB (junio 2014). En concreto, se profundizará en su historia más reciente, sus actividades y algunos datos financieros.

Finalmente, es objetivo de este estudio analizar empíricamente las empresas que cotizan en el MAB. En una primera parte, se agruparán el conjunto de empresas totales que han participado a lo largo de la historia del MAB (24 empresas), por sector de actividad,

zona de procedencia geográfica y edad. Con ello, veremos cómo las comunidades autónomas que proponen incentivos a la incorporación al índice, cuentan con mayor número de empresas; cómo los sectores de actividad más comunes, están relacionados con la innovación y las nuevas tecnologías; y, cómo las empresas son jóvenes y en plena fase de crecimiento.

El análisis empírico finaliza aplicando un modelo de regresión lineal para un conjunto de 20 empresas, con el fin principal de analizar los determinantes del *performance* de estas empresas, y poder dar recomendaciones a las empresas interesadas en su incorporación al MAB, así como a reguladores y académicos

4. METODOLOGÍA

El presente estudio considera la información económica-financiera y de estructura de propiedad disponible en la base de datos SABI¹ para 20 de las empresas del MAB, así como la información disponible en el MAB. Se dispone de un panel de datos por lo que se aplicará esta metodología para analizar los determinantes del *performance* de las empresas.

Para la obtención de la variable dependiente “*performance* de la empresa”, se van a considerar diferentes aproximaciones: (i) la rentabilidad económica (ROA) (EBITDA entre Activos Totales y EBIT entre Activos totales) y (ii) la rentabilidad financiera (ROE) (Beneficio Neto entre Fondos Propios). Como variables explicativas se consideran: (i) el *performance* del ejercicio anterior; (ii) el activo; (iii) el ratio de endeudamiento; (iv) la estructura de propiedad (porcentaje de propiedad y tipo de accionista); (v) el tiempo de cotización de la empresa en el MAB; y (vi) el sector de actividad como se detallará a lo largo del estudio.

Con el fin de llevar a cabo el análisis empírico, se hace necesario dar una visión del mercado alternativo bursátil (MAB), tanto en sus características principales y normativa vigente, como en el estudio de cada uno de los miembros que interactúan en el mercado.

¹ Base de datos disponible en la Universidad de León.

5. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA VARIABLE (MAB)

En este apartado se analizarán las características del mercado alternativo de renta variable español MAB de acuerdo con el objetivo de este estudio. En primer lugar, se hará referencia a la normativa que han de cumplir las entidades tanto para su admisión como para su exclusión, la información que han de aportar las Pymes, la necesidad de contratar a un “asesor registrado” y a un “proveedor de liquidez”, normas de contratación y las tarifas que han de pagar las entidades participantes. En segundo lugar, se profundizará en la organización del mercado y los incentivos fiscales o ayudas que puedan recibir las empresas dependiendo de la Comunidad Autónoma de procedencia. Finalmente, se hará referencia al futuro del MAB, así como a la existencia de otros mercados alternativos en otros países.

5.1. NORMATIVA PARA COTIZAR EN EL MAB

5.1.1. Requisitos y procedimientos de incorporación y exclusión al MAB

El MAB nace con el fin de facilitar la rápida expansión de aquellas empresas de tamaño medio, proporcionándoles una financiación extra y una elevada notoriedad al cotizar en un índice de prestigio. Si bien, para acceder a este mercado las compañías necesitan cumplir una serie de requisitos impuestos en el sistema de aneación y recogidos en la *Circular 2/2014*².

La empresa debe ser una sociedad anónima (S.A.) dedicada a la comercialización de bienes y servicios, obteniendo por ello ciertos ingresos reseñables. Las acciones se representarán como anotaciones en cuenta, una vez que se haya desembolsado el total del capital y siempre que exista libre transmisibilidad de las acciones. En el ámbito contable, es obligatorio el uso del estándar contable nacional del estado miembro o las normas internacionales de información financiera (US GAAP o NIIF). Como último requisito exigido, se pretende que cada empresa muestre una estimación del año en curso y del siguiente de sus ventas, ingresos, costes, gastos financieros o amortizaciones.

²Para más información ver texto completo de la *Circular 2/2014* en:
<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2014/MAB%20circular%202%202014.pdf>

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes), encuentran mayores dificultades para formar parte de la Bolsa de Madrid. Los requisitos previos a la incorporación exigen tener un capital de 1.202.025 euros, no teniéndose en cuenta para el cálculo de éste mínimo, la parte de capital correspondientes a accionistas cada uno de los cuales posea, directa o indirectamente, una participación mínima igual o inferior al 25 %. Otro de los requisitos es la obtención de beneficios en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos de los últimos cinco, con cuya cantidad se pueda repartir un beneficio del 6 %. Por otro lado, deben existir, al final de la colocación, al menos 100 accionistas cuya participación sea inferior al 25 %. En cuanto a los valores, se exige oferta pública de venta de valores en circulación en el país de origen del emisor como mínimo de seis millones de euros. Además los valores deben registrarse en el Sistema Español de Anotaciones en Cuenta³.

En cuanto al MAB, una vez cumplidos los requisitos establecidos para la incorporación de empresas al mercado, las compañías están obligadas a seguir estrictas reglas durante su cotización. Se debe designar los dos agentes ya mencionados “Proveedor de Liquidez” y “Asesor Registrado”. Será fundamental una unión contractual con un proveedor de liquidez, así como nombrar un agente que ayude a la empresa en su salida al MAB y en su permanencia en dicho mercado.

Asimismo, hay que destacar que el funcionamiento del MAB se encuentra regulado y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). La regulación de la CNMV compromete a un alto nivel de transparencia, así como una gran aportación de documentación e información al MAB. En cuanto a la transparencia, implicará un gran cambio en la mentalidad y forma de actuar de las empresas ante el exterior.

Por otro lado, las acciones que se incorporen al MAB han de ser objeto de una previa oferta de venta o suscripción, pública o no, así como acciones que no lo hayan sido, con un mínimo de dos millones de euros y cuya titularidad debe ser de accionistas con un porcentaje inferior al 5 % del capital social. Si se incorporan sin oferta previa, las acciones cuya titularidad sea de accionistas con menos del 5 % deben representar en conjunto un valor estimado no por debajo de dos millones de euros. Para la negociación, se emplea un sistema de fijación de precios entre demanda y oferta en dos periodos de subasta diarios.

³Para más información de la Bolsa de Madrid: <http://www.bolsamadrid.es>

Las empresas cuentan con un “Proveedor de Liquidez”, bien sea una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, que permitan conseguir una alta liquidez y una reducción en la oscilación de precios. Tratan de buscar contrapartidas según las condiciones del contrato de liquidez firmado, siendo estos proveedores independientes de las compañías, no influyendo en precios ni volúmenes. Su identidad o posibles cambios, serán publicados en el Boletín del Mercado⁴.

El tiempo que transcurre entre que la compañía nombra a un asesor registrado y hasta la incorporación al MAB, suele ser de tres a seis meses, pasando por distintas fases o etapas. En la primera de ellas, “fase de decisión” se formalizan los acuerdos sociales fundamentales para la incorporación, se constituye el asesor y se analiza la situación de la empresa. En la segunda fase, “solicitud de incorporación”, la firma enviará al MAB la documentación que certifique el cumplimiento de los requisitos, así como el folleto informativo con todo el detalle de la empresa en cuanto a su historia, plan de negocio, datos económico-financieros o futuro empresarial. En la tercera fase de “tramitación”, el MAB estudia la propuesta de entrada en el índice e indica la resolución de la misma. Finalmente, se pasa por la fase de “incorporación” en la cual el MAB asigna un código para el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), publica la información en el Boletín de Cotización y se incluye en el registro de anotación en cuenta.

En caso de incumplimiento de alguno de los preceptos, el MAB dispone de un proceso de exclusión de dichos valores. Este proceso se lleva a cabo en caso de incumplimiento grave de las obligaciones impuestas por la entidad emisora, a través de la decisión del Consejo de Administración. La Junta General de Accionistas también puede de forma unánime excluir un valor del mercado, si bien lo más normal es que dicha eliminación se produzca por la inobservancia de la entidad emisora tanto de los requisitos exigidos para la incorporación de un valor, como de la condición exigida a la entidad para su incorporación.

Una vez recibidos los datos sobre un posible incumplimiento, la Comisión de Supervisión del MAB abre un procedimiento de supervisión para verificar y controlar las causas y consecuencias de los trámites llevados a cabo por las compañías. Al infractor se le indica los hechos que pueden causar incumplimiento para que en un plazo de veinte días aporte las correspondientes alegaciones. Transcurrido el plazo, se elabora

⁴ El MAB publica diariamente un boletín con los últimos avisos y hechos relevantes de las empresas.

un informe-propuesta que reseñe las medidas correctoras y, en su caso, las medidas disciplinarias correspondientes.

5.1.2. Aportación de información necesaria para Pymes

El MAB nace con el requisito estricto de transparencia promovido por una fuerte normativa de aportación de información periódica y simplificada, recogida en la *Circular 9/2010*⁵. Veamos a continuación la información necesaria según la periodicidad semestral o anual:

- Semestralmente, será de obligado cumplimiento la entrega del informe financiero de los primeros seis meses de cada ejercicio, incluyendo las cuentas anuales resumidas no auditadas y hechos relevantes en ese periodo. Todo ello debe presentarse antes de tres meses después de la finalización del semestre. Además, se debe actualizar la información referida a cambios en la previsión de negocio y a variaciones en el accionariado, siempre que éste suponga cambios en accionistas con una posición por encima del 10 %.
- Anualmente, se aportan las cuentas anuales auditadas junto con un informe de gestión, en un plazo máximo de cuatro meses desde el momento del cierre. Añadido a esto, se incorpora información al mercado a través de un hecho relevante de toda aquella falta de opinión del auditor. Por último, y como ocurría semestralmente, se actualizarán los detalles referidos a cambios en las previsiones de negocio.

Otra de las aportaciones fundamentales para la consecución del objetivo de transparencia, son los hechos relevantes. Esta documentación hace referencia a todos aquellos sucesos que debieran ser comunicados a la CNMV y han de ser publicados para todo el mercado. Esta obligación nace de la posibilidad de influir en el comportamiento del accionista en las negociaciones, pudiendo provocar nuevas contrataciones o transmisiones de los valores.

⁵Para más información ver texto completo de la *Circular 9/2010* en:
<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2010/Circular%209-2010%20Informaci%C3%B3n%20EE.pdf>

En el anexo 1 de la *Circular 9/2010* se incluye un listado de información que debe ser comunicada al mercado. Dentro de estas acciones destacan: (i) operaciones relacionadas con el capital social; (ii) modificaciones de estatutos (fusiones, escisiones); (iii) transmisión de activos o ramas de actividad; (iv) cancelación de líneas de crédito; (v) cambio en política de pago de dividendos (fechas de pago, importes); (vi) cambios en Consejo de Administración; (vii) cambios en la regulación del sector de actividad de la compañía; (viii) litigios significativos; (ix) insolvencia deudores importantes; (x) variaciones en los principios contables o criterios y métodos de valoración de los estados financieros; (xi) cambios de auditores o asesor registrado y proveedor de liquidez; (xii) convocatoria de junta general de accionistas; (xiii) cambio en las predicciones de beneficios o pérdidas; (xiv) consecución de nuevas patentes o marcas registradas; (xv) cambios representativos en el valor de los activos; (xvi) órdenes significativas de cancelación de los clientes; (xvii) cambios en la estrategia de inversión; (xviii) variaciones de las áreas de negocio o de la actividad comercial; y (xix) la propuesta de exclusión del mercado.

La difusión de la información se hará pública a través de la CNMV o mediante las propias webs de las empresas. El mercado promulgará vía internet toda la información fundamental sobre valores negociables y su emisión. Además, la entidad emisora publicará en su página web los documentos relevantes aportados al mercado tratando de buscar la máxima transparencia posible. Cabe destacar que no solo es la CNMV quien puede sancionar los incumplimientos de aportación de documentación, sino que el propio mercado también podrá suspender la contratación de los valores. Estos incumplimientos en la obligación de informar pueden ser debidos a no cumplir los plazos exigidos de aportación, a falta de documentación anexa significativa o a falta de juicios de opiniones en auditorias.

5.1.3. Asesor registrado

La incorporación del “asesor registrado” a las empresas viene del éxito tenido en otros mercados alternativos, como el mercado alternativo londinense (AIM). Fundamentalmente, el “asesor registrado” se va a encargar de favorecer la supervisión del mercado, y de ayudar a las pequeñas empresas a desarrollar funciones que no son habituales para ellas. El asesor nombrado por cada entidad, debe cumplir una serie de

condiciones para el buen futuro de ambos recogidas en la *Circular 10/2010*⁶. En primer lugar, ha de contar con la experiencia suficiente y necesaria en el asesoramiento de compañías relacionadas con su ámbito de actuación. Además, el equipo de asesores debe estar compuesto como mínimo por dos personas cualificadas y experimentadas, debiendo adaptarse la dimensión de este departamento al conjunto de valores negociados. Las compañías deben documentar el tipo de relaciones existentes con el asesor, con el fin de demostrar la independencia entre ambos que se obliga según la normativa. Como último requisito, han de estar separados los distintos mecanismos y procedimientos entre el asesor y el resto de participantes en el desarrollo de la estrategia de expansión.

Las entidades deben comunicar al Director Gerente del Mercado Alternativo Bursátil la intención de posibles nuevas incorporaciones al MAB, aportando toda la información obligatoria por el ente. Una vez recibida la información, se podrán pedir aclaraciones al respecto o nuevos archivos al Director Gerente, antes de la continuación de los trámites por parte del Consejo de Administración. Entre las comprobaciones se encuentra reflejada la obligatoriedad de encontrarse el asesor inscrito en el correspondiente registro de asesores del mercado. El Consejo de Administración analizará la información recabada y en un plazo máximo de tres meses concluirá con la propuesta definitiva, haciendo pública, en caso positivo, la inscripción en el Registro de Asesores Registrados, que será accesible a través de la web del MAB.

Los asesores y las empresas pueden convenir los contratos de comunicación que mejor se ajuste a los intereses de cada parte. Si bien, el objetivo fundamental es conseguir que la Pyme logre alcanzar las obligaciones interpuestas por el mercado. Concretamente, el asesor asiste desde el primer momento a la compañía, sirviéndole de guía y ayuda en la confección del folleto informativo de incorporación al índice. Una vez, dentro del mercado se verifica toda la documentación que la empresa va aportando dentro de los plazos establecidos. De existir hechos que pudiesen ir en contra de los requisitos del mercado, ésta figura asesora en la forma de tratarlos y evita posibles incumplimientos. Si aun con su asesoramiento, los hechos suponen un quebrantamiento de la ley, deben comunicarse al MAB para su correcto tratamiento y, así, seguir mostrando la transparencia requerida. Será imprescindible el contacto continuo del asesor con la

⁶Para más información ver texto completo de la *Circular 10/2010* en:
<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2010/Circular%2010-2010.pdf>.

entidad, puesto que otro de los papeles fundamentales del asesor es el de contestar con la mayor brevedad posible a todas aquellas preguntas y dudas que surjan en el mercado, sobre todo relacionados con la situación y evolución financiera de la compañía. Como última función, y solo en caso de exclusión del mercado, el asesor comprobará que dicha exclusión no está respaldada por la totalidad de los accionistas.

Entre los distintos asesores fiscales destacan con fecha 9 de abril de 2014 los referidos en la página web de Bolsas y Mercados Españoles (<http://www.bolsasymercados.es>):

- Abante Asesores Distribución A.V., S.A.
- Analistas Financieros Internacionales (AFI).
- Arcano Valores, A.V. S.A.
- Armabex Asesores Registrados, S.L.
- Attest Servicios Empresariales, S.L.
- Banco Europeo de Finanzas, S.A.
- Banco Santander, S.A.
- BDO Finanzas Corporativas, S.L.
- Confivendis, S.L.
- DCM Asesores, S.L.
- Deloitte, S.L.
- Didendum Asesor Registrado, S.L.
- Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
- Estratelis Advisors, S.L.
- GBS Finanzas, S.A.
- Grant Thornton, S.L.P.
- GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
- Impulsa Capital, S.L.
- KPMG Asesores S.L.
- Mazars Auditores, S.L.P.
- Norgestión, S.A.
- Price Waterhouse Coopers, Asesores de Negocio, S.L.
- Renta 4 Sociedad de Valores, S.A.

- Riva y Garcia-1877, S.V, S.A.
- Solventis, A.V., S.A.
- VGM Advisory Partners, S.L.

5.1.4. Proveedor de liquidez

Las empresas del mercado muestran una complejidad que les obliga a disponer de una entidad que facilite las negociaciones. Esta figura se denomina “proveedor de liquidez”, y trata de captar una frecuencia de negociación suficiente, favorece la liquidez de las transacciones y suaviza las variaciones de los precios siempre que éstas no se deban al propio estado del mercado. Esta entidad participante en el mercado, es comúnmente una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la empresa haya contraído un contrato de liquidez.

La entidad de liquidez debe caracterizarse por disponer de una estructura organizativa interna que permita la independencia entre sus empleados y la empresa cotizada. Los contratos de liquidez deben proponer un sistema de remuneración para el proveedor que no incite a éste a tomar decisiones artificiales sobre volúmenes o precios. Por ello, no pueden efectuarse operaciones de más de 50.000 euros. El régimen de actuación del proveedor se establece mediante Instrucción Operativa, obligándole a mantener posiciones de demanda y oferta mínimas y proponiendo horquillas de precios máximos que no se podrán superar.

El artículo 7 del Reglamento General del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), recoge como uno de los órganos del mercado a la Comisión de Supervisión. Este órgano se encarga de la supervisión e inspección del funcionamiento del mercado. Su designación se lleva a cabo por el Consejo de Administración, y está integrada por personas de reconocida experiencia en los mercados, con un máximo de diez miembros y un mínimo de cinco. La presidencia de la Comisión de Supervisión es ostentada por el Director Gerente del Mercado, encargado de convocarla al menos trimestralmente.

Si los proveedores incumplen las normas establecidas por el MAB, la Comisión de Supervisión puede suspenderles de su función. Si este incumplimiento se produce de forma reiterada, serán excluidos y se les aplicarán las sanciones pertinentes. Estas sanciones serán informadas a la CNMV y se harán públicas para conocimiento del resto

de inversores. La identidad de los proveedores de liquidez está disponible en el Boletín del Mercado, y la comisión puede permitir a alguna de las empresas a prescindir de esta figura si muestran una liquidez suficiente para actuar en el mercado.

La Comisión de Supervisión también puede interrumpir la negociación en caso de problemas técnicos. Durante ese periodo, se pueden realizar consultas al mercado pero no se pueden llevar a cabo propuestas o ejecuciones. Dependiendo de las circunstancias, la sesión puede alargarse más allá del tiempo permitido si se ha producido este tipo de interrupciones. Si lo que ha ocurrido es que se las negociaciones han incumplido las normas, se suspende aquellos valores implicados, periodo en el cual solo se pueden realizar consultas.

Antes de la negociación en el mercado, los miembros disponen de cierta información previa. Esta información se corresponde con todos aquellos precios de compra y de venta que se estén produciendo continuamente en la sesión, a la profundidad de las posiciones de negociación ante los precios de venta y de compra, a las posiciones activas en el mercado, y a los avisos que se difundan en cuanto a las normas de contratación.

Después de la negociación, se dispone de información relativa al volumen de contratación de cada operación cruzada, a los precios de cada una de estas operaciones, la fecha y hora a la que se han cruzado cada una de las operaciones y cualquier otro tipo de información que haya sido relevante en la contratación. Una vez acabadas las negociaciones, a través del Boletín del Mercado se publican todos aquellos volúmenes y precios de la sesión.

5.1.5. Normas de contratación

Se rigen en la *Circular 7/2010*⁷ y se consideran validas todas aquellas operaciones que cumplan con los requisitos establecidos y utilicen las herramientas oportunas para ello, siendo únicamente la Comisión de Supervisión del Mercado la encargada de anular una operación. Los miembros de mercado son los únicos entes con capacidad de negociar en el MAB y con la posibilidad de incorporan órdenes de compra y de venta. A través de

⁷ Para más información ver texto completo de la *Circular 7/2010* en:
<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2010/Circular%207-2010.pdf>

Instrucción Operativa se determina para las órdenes de compra y de venta en cada valor un importe máximo a partir del cual para su curso es necesaria una doble confirmación expresa del operador. Por medio de Instrucción Operativa también se determina un umbral que marcará la necesidad de autorización del supervisor del mercado, que exigirá al intermediario justificante de disponer de saldo suficiente para la operación.

El mercado se encuentra abierto los días hábiles de lunes a viernes, según el calendario legal establecido y el horario fijado por Instrucción Operativa y que es de 9:00 h. a 17:30 h. Los distintos valores que cotizan en el mercado pueden tener un tratamiento especial y diferenciado según órdenes del supervisor que, dependiendo de la difusión y la liquidez, estos valores pueden sufrir una subasta de apertura, una subasta de cierre, un periodo de mercado abierto o un periodo de operaciones especiales. A mediados de 2010, solamente una empresa del MAB cotizaba en mercado continuo, guiándose el resto por el sistema *Fixing*: “sistema de cotización por el cual se producen dos subastas diarias en las cuales se cruzan las órdenes de compra y venta. Actualmente, la mayoría de las compañías del MAB cotizan por *fixing*, fijándose sus precios a las 12:00 y a las 16:00 horas. El *fixing* sirve para acotar la volatilidad en la negociación de valores de baja liquidez” (Carro y Veloso, 2010).

La cotización a través de este método financiero se basa en la prevención de la volatilidad en la cotización de los títulos, puesto que una eficiente formación de los precios en este mercado “peligra” al tratarse de valores de escasa liquidez y capitalización. Para ello, al inicio de cada sesión se toma como referencia el precio de cierre de la sesión anterior, guardándose el MAB la posibilidad de intervenir en caso de producirse operaciones especiales de gran nivel que pudiesen influir en gran medida en los precios de esa sesión.

Mediante la Instrucción Operativa, se fijan los rangos estáticos para las subastas de apertura y si un valor fija un precio en la subasta, éste puede ser el nuevo precio estático en la subasta de cierre en torno al que gire el rango estático. Si no hay precio de subasta, el precio de cierre será aquel que se aproxime más al precio medio ponderado de entre las últimas 200 unidades de contratación. Si los valores tuviesen un periodo de mercado abierto, la fijación del precio de cierre se llevará a cabo sobre las últimas 500 unidades de contratación. La variación mínima es de 0,01 euros.

En las subastas se pueden introducir todo tipo de órdenes, y éstas pueden terminar en cualquier momento dentro del periodo máximo de 30 segundos. Una vez finalizado este proceso, los valores quedan en un nuevo sistema de subasta para la segunda fijación de precios. Toda la información sobre las órdenes y las fijaciones de precios queda regida por el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), haciéndose públicos los precios de negociación y de no existir estos, se hace públicos el mejor precio de venta y de compra junto con sus volúmenes asociados.

Operaciones especiales

Durante el horario desde el cierre y hasta las 20:00h se realizan aquellas operaciones que por su volumen necesitan un trato especial en la negociación. En este periodo, los miembros del mercado pueden aplicar órdenes de signo contrario y realizar operaciones cuya notificación no se va a hacer pública. Para poder llevar a cabo estas prácticas, será necesario cumplir una serie de requisitos como son comunicar la operación antes del fin del periodo (20:00h), participar con importes no inferiores a 50.000 euros, y respetar un límite de variación sobre el precio de referencia del 5 %.

Para obtener la autorización pertinente para este tipo de prácticas, además de cumplir los requisitos establecidos previamente, es necesario que concurran una serie de circunstancias. La primera de ellas, consiste en que se tienen que dar una de estas dos situaciones: la transmisión debe tener su origen en la reorganización de una empresa o que estén relacionadas con fusiones o escisiones societarias. La segunda de las condiciones, deriva del hecho de que será imprescindible que la operación tenga algún tipo de antecedente y sea de la tipología de compraventa, bien sea relacionada con acuerdos para poner fin a conflictos o bien integrada en un conjunto de contratos relacionados entre sí. Por supuesto, y como última circunstancia para una posible negociación a realizar este tipo de operaciones, queda a juicio de la Comisión de Supervisión del Mercado, quien delibera sobre la aceptación o no de realizar este tipo de operación especial.

5.1.6. Tarifas en el MAB

En la *Circular 3/2013*⁸, se pueden obtener las distintas tarifas aplicadas a las empresas en el MAB. Las empresas en expansión emiten valores al mercado, cuya incorporación supone una tarifa fija de 6.000 euros más una variable de 0,5 por mil sobre el importe nominal admitido en negociación. Esta misma tarifa será aplicada sobre el importe nominal en aquellos casos de ampliación de capital.

Existen servicios de mantenimiento que incluyen servicios de acceso a los medios de información, englobando la publicación de volúmenes y precios, anuncios en el Boletín de cotización y la difusión automática de la información a los medios públicos. Además, se incluyen los servicios de mantenimiento a las emisoras en el sistema de contratación electrónico del mercado. Para todos estos conceptos, la entidad emisora retribuye la cantidad de 6.000 euros fijos al año.

Para la admisión de una empresa, es necesario desembolsar 30.000 euros para así poder participar en las operaciones del MAB. Este pago se realiza una sola vez y no da derecho a devolución en caso de que la empresa se dé de baja sea cual sea el motivo.

En el caso de la exclusión de los valores emitidos por la compañía, ésta abona un 0,5 por mil sobre el valor del mercado, con un mínimo de 1.500 euros y un máximo de 6.000 euros. Mientras tanto, los “asesores registrados” están obligados a satisfacer una cantidad de 12.000 euros anuales por mantener su condición en el mercado.

Las tarifas recogidas en la *Circular 3/2013* para la consecución de las distintas operaciones en el día por un mismo cliente final, sentido, precio y valor aplicados al efectivo negociado, son las mostradas en la tabla siguiente:

⁸Para más información ver texto completo de la *Circular 3/2013* en:
<http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/normativa/circulares/2013/Tarifas%20MAB%202014.pdf>

Tabla 5.1: Tarifas de Negociación.

NEGOCIACIÓN Tramo (en euros)	TARIFA APLICABLE
Hasta 300	1,10 €
De 300 a 3.000	2,45 € + 2,4 PB
De 3.000 a 35.000	4,65 € + 1,2 PB
De 35.000 a 70.000	6,40 € + 0,7 PB
De 70.000 a 140.000	9,20 € + 0,3 PB
Desde 140.000	13,40 €

Fuente: *Circular 3/2013 MAB*.

Este canon por operaciones se aplica sobre las operaciones liquidadas, teniendo en cuenta que si la suma de la tarifa para un mismo cliente final, sentido y valor es superior a 125 euros, se toma el importe menor de entre las siguientes cantidades:

- La tarifa ya calculada.
- 0,40 de punto básico (0,4/10.000) sobre el efectivo negociado con un mínimo de 125 euros.

También existe una tarifa especial de 0,15 euros en la contratación de los derechos de suscripción, para aquellos efectivos inferiores a 20 euros del mismo cliente final, sentido, precio y valor.

En la tabla 2, se muestran algunos ejemplos de compañías en su salida al MAB. Esta información no es proporcionada por ninguna empresa al no ser obligatoria, por lo que acudimos a DCM Asesores. DCM es un asesor registrado independiente autorizado por el MAB, y cuyas publicaciones nos permiten apreciar las tarifas de algunas de las empresas.

Tabla 5.2: Tarifas Totales de 4 Empresas cotizadas en el MAB.

CONCEPTO	AB-BIOTICS	BODACLICK	NEURON	ZINKIA
Tarifas MAB	0,20 %	0,20 %	0,30 %	0,30 %
Tasas Iberclear	0,10 %	Indeterminado	0,50 %	Indeterminado
Impuestos	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Audidores	0,21 %	Indeterminado	Indeterminado	Indeterminado
Asesoramiento	2,18 %	5,60 %	Indeterminado	Indeterminado
Asesor Registrado	4,00 %	Indeterminado	2,40 %	Indeterminado
Comisiones	10,01 %	Indeterminado	3,00 %	8,00 %
Otros	3,15 %	1,30 %	0,10 %	Indeterminado
TOTAL (%)	20,85	8,10 %	7,30 %	9,30 %

Fuente: Elaboración propia mediante la información de DCM asesores.

5.2. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO E INCENTIVOS FISCALES

5.2.1. Organización del mercado

Bolsas y Mercados Españoles, S.A. (BME) a través de su Consejo de Administración se encarga de dirigir y gestionar el MAB. Es el operador de todos los sistemas financieros y mercados de valores de España, siendo referencia a nivel internacional entre las plazas financieras. Ofrece infinidad de productos y de servicios, principalmente sistemas de negociación y acceso a los mercados para intermediarios, emisores e inversores en España y en el extranjero.

Para poder ofertar los diferentes productos y servicios (renta variable, derivados, deuda pública, consultoría, difusión de la información, etc.) es necesario organizar esta sociedad en siete unidades de negocio, que permitan llevar a cabo de manera eficiente las actividades tan diversificadas con las que cuenta. BME cuenta con más de veinte filiales, entre las que destacan: Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, AIAF Mercado de Renta Fija, MAB, MARF, Iberclear, MEEF, Visual Trader BME Consulting, BME Market Data, BME Innova e Infobolsa.

Destacar la reciente creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), cuya flexibilidad de acceso es comparable al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). El MARF está dirigido principalmente a inversores institucionales, nacionales o extranjeros, que deseen diversificar sus carteras con valores de renta fija de empresas de mediana dimensión, usualmente no cotizadas y de con buenas perspectivas de negocio. Con esta iniciativa, las empresas solventes ven una oportunidad para canalizar sus recursos financieros, encontrando con ello financiación a través de los títulos de Renta Fija.

El mercado alternativo bursátil (MAB) cuenta con un Director Gerente, que se encarga de la gestión diaria y de las ejecuciones establecidas por el Consejo de Administración. Otros órganos encargados de velar por la transparencia y el cumplimiento de las resoluciones, son la Comisión de Supervisión, la Comisión de Arbitraje y el Comité de Coordinación e Incorporaciones. Todos los miembros y entidades participantes en el mercado quedan supeditados bajo la supervisión de la CNMV.

Las entidades participantes mencionadas tienen derecho a operar con aquellos valores negociables de los cuales hayan adquirido competencias legalmente. Los valores negociables susceptibles de incorporarse al mercado son:

- Participaciones y acciones emitidas por una Institución de Inversión Colectiva, registradas en el registro público de la CNMV.
- Acciones y valores negociados emitidos por sociedades anónimas, españolas o extranjeras, de reducida capitalización y con capital social totalmente desembolsado
- Valores emitidos por entidades de capital riesgo (ECR), registradas en el registro público de la CNMV.

5.2.2. Incentivos fiscales y ayudas

Apoyo de las Administraciones Públicas (AAPP)

Las Administraciones Públicas (AAPP) han visto en el MAB una gran oportunidad para el desarrollo del sector empresarial y han mostrado un gran interés en incentivarlo. Muchas empresas con claras evidencias de expansión veían truncado su plan de negocio por falta de fondos tanto privados como públicos. Estas sociedades no encontraban

financiación en el sistema tradicional al llevar a cabo proyectos que inicialmente no generan flujos de caja positivos, algo imprescindible para recibir financiación de las entidades de crédito.

La primera Comunidad Autónoma (CC.AA) en prestar ayuda a las empresas fue Galicia, a través del IGAPE (Instituto Gallego de Promoción Económica, dependiente del gobierno autonómico). Esta organización mostro su apoyo económico para aquellas empresas que saliesen a cotizar al mercado. Poco después, otras comunidades como Cataluña o Andalucía, además del propio estado español se sumaron a este tipo de incentivos. A continuación, se hace referencia a los distintos tipos de incentivos existentes tanto en el ámbito local como estatal.

5.2.1.1. *Incentivos de ámbito estatal*

Entre los incentivos de ámbito estatal destaca la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), dependiente del Ministerio de Industria, que promueve una serie de apoyos y ayudas para la consecución del objetivo de las empresas de salir a cotizar en el mercado. El producto ofertado es un préstamo para pequeñas y medianas empresas de vencimiento máximo 9 años, con una carencia del principal máximo de 7 años y una comisión de apertura de 0,5%. Con ello se cubren los gastos de preparación para la salida al MAB, hasta un máximo de 1.500.000 euros. La amortización del préstamo se produce al final del mismo. Para optar a este incentivo, las emisoras deben cumplir una serie de requisitos (Carro y Veloso, 2010):

- Ser pyme con forma societaria.
- Pertener a cualquier sector empresarial, excepto al financiero e inmobiliario.
- Domicilio social y actividad principal en el territorio español.
- Poseer un proyecto empresarial de calidad y viable, y que ofrezca una rentabilidad adecuada al riesgo.
- Profesionalidad en la gestión.
- Estructura financiera equilibrada con un nivel de fondos propios, como mínimo, igual a la cuantía del préstamo solicitado a ENISA.
- Contar con estados financieros auditados y cuentas depositadas en el registro.
- Dirigir su expansión hacia mercados con crecimientos significativos y a largo plazo.

Para poder solicitar esta financiación se debe cumplimentar un impreso disponible en la página web de ENISA. Dicha documentación se instrumenta en dos tramos:

Primer tramo:

1. ENISA estudia y aprueba el primer tramo por el importe de las facturas proforma sobre gastos de contratación del asesor registrado y gastos de consultoría y auditoría.
2. Importe máximo de este primer tramo es de 300.000 euros.
3. ENISA debe recibir documentación a través del MAB relativa al contrato firmado por el asesor registrado, acuerdo de la Junta General de Accionista de incorporación al MAB, facturas proforma y últimas cuentas auditadas.

Segundo tramo:

1. ENISA estudia y aprueba las facturas proforma sobre gastos de contratación de entidad colocadora y el resto de gastos de consultoría y asesoría.
2. Importe máximo de 1.500.000 euros.
3. ENISA debe recibir documentación a través del MAB relativa al contrato de colocación, facturas proforma y acuerdo de incorporación al MAB.

El resto de condiciones establecidas por ENISA dependen de la evolución de la empresa. En el caso del tipo de interés se aplica en dos tramos: el Euribor + 3,75% de diferencial para el primer tramo, y para el segundo tramo puede incrementarse hasta un 8 % máximo adicional en función de la rentabilidad de la empresa. Si se produce la amortización anticipada, la comisión es equivalente al importe de la cantidad amortizada anticipadamente que hubiese devengado en concepto de segundo tramo de intereses y si se hubiesen cumplido las condiciones previstas inicialmente. Para la comisión de vencimiento anticipado por cambio en el accionariado, equivale al importe que el saldo por principal vivo del préstamo, en el momento del vencimiento, que hubiese devengado en concepto de segundo tramo de intereses y si se hubiesen cumplido las condiciones previstas inicialmente.

5.2.1.2. Incentivos de ámbito autonómico

En cuanto a los incentivos de ámbito autonómico, se pueden distinguir aquellos incentivos fiscales a los inversores y las ayudas a las empresas. A continuación, se

detalla cada uno de ellos, teniendo en cuenta qué Comunidades Autónomas han proporcionado dichos incentivos.

5.2.3. Incentivos fiscales a inversores

Generalitat de Catalunya

En Generalitat de Catalunya, desde el 1 de enero de 2010 son deducibles en la cuota íntegra del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) las operaciones en el MAB. Esta deducción en el IRPF corresponde a un 20 % (con un máximo de 10.000 euros) de las cantidades invertidas durante el ejercicio de adquisición de acciones por acuerdos de ampliación de capital suscritos mediante empresas en expansión del MAB. Para disfrutar de este incentivo es necesario cumplir varios requisitos:

- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio como mínimo dos años.
- La sociedad objeto de inversión debe tener actividad principal y domicilio social en Catalunya.
- La participación en la sociedad objeto debe ser inferior al 10 % de su capital social.

Comunidad de Aragón

En la Comunidad de Aragón, se establece una deducción en la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de empresas que cotizan en el MAB.

Comunidad de Galicia

En Comunidad de Galicia, se establece una deducción en la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de empresas que cotizan en el MAB.

Comunidad de Madrid

En Comunidad de Madrid, se establece una deducción en la adquisición de acciones correspondientes a procesos de oferta pública de valores o de ampliación de capital, a través de empresas en expansión que cotizan en el MAB.

5.2.4. Ayudas a Empresas

Comunidad de Andalucía

En la Comunidad de Andalucía, se proponen una serie de incentivos para el fomento de la innovación y el desarrollo empresarial en la comunidad. Para poder acceder a estos incentivos es necesario cumplimentar un impreso existente en la Consejería de Economía, Innovación y Ciencia y en la Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía (IDEA). Dentro de este incentivo queda cubierta la contratación de servicios externos para la realización de estudios, consultoría, asistencia técnica y cualquier otro servicio relacionado con la preparación para acceder al MAB. El importe de la base incentivable no tiene un máximo establecido, siendo un incentivo directo en forma de subvención y cuya intensidad de ayuda se establece en torno al 40 % de la base.

Comunidad Valenciana

En la Comunidad Valenciana, el *Institut Valencià de Finances* (IVF) cuenta con una línea de financiación para la preparación de empresas en expansión al MAB. La condición necesaria para las Pymes, reside en desarrollar su actividad principal y/o tener sede en la Comunidad Valenciana.

En el análisis empírico, se hará referencia a la región a la que pertenece cada una de las empresas que cotizan el MAB, haciendo especial hincapié a aquellas que han recibido algún tipo de incentivo fiscal o ayuda.

5.3. FUTURO DEL MAB

En un periodo de dificultades económicas y de futuro incierto, España ha visto como cada vez son más las empresas que se interesan por el mercado alternativo y proponen planes de expansión destinados a su salto a la cotización. Tras cinco años de andadura ha visto fracasos como los de *Negocio* y *Nostrum*, pero debemos fijarnos en el gran éxito de *Gowex*⁹ y *Carbures*, preparándose esta última para dar el salto al mercado continuo.

⁹ A pesar de su reciente caída en bolsa en los últimos días (noticia diario Expansión 03/07/2014).

En el mes de julio del 2014, una nueva empresa, *Facephi biometría, S.A.* se incorpora al Mercado Alternativo bursátil (MAB). Esta compañía española, con sede en Alicante se especializa en el desarrollo y comercialización de software de biometría de reconocimiento facial. Por lo tanto, dar la bienvenida a una nueva empresa joven e innovadora, con tan solo siete años de vida, y que cuenta con proyectos tecnológicos a futuro ilusionantes, que requerirán de una importante financiación.

Además el presidente del MAB, Antonio Giralt, se muestra optimista y espera la llegada de 5 o 6 empresas nuevas a lo largo del año en curso¹⁰. Por todo ello, hay que tener en cuenta que nos encontramos ante un mercado demasiado joven y del que caben esperar grandes éxitos, pero sin olvidar alguna que otra desaparición empresarial.

Nadie puede obviar que tiene un futuro prometedor, y en unos años será un mercado de referencia a nivel nacional. Por su tardía formación, le costará mucho más ser un modelo de referencia internacional como lo son los mercados de Francia e Inglaterra, pero, en España, cabe esperar que alcance el éxito deseado y permita a muchas Pymes la independencia de la financiación bancaria.

Por la situación actual de la economía española y mientras ésta no mejore, cabe esperar que para los próximos años el MAB se caracterice por operaciones de pequeño tamaño, produciéndose principalmente ampliaciones de capital más que ventas por parte de accionistas antiguos. Las empresas que se incorporen, probablemente, pertenecerán al sector innovador con planes de negocio que muestren unas altas expectativas de crecimiento futuro. En los próximos años, y según evolucione la economía española, se irán llevando a cabo operaciones más relevantes, permitiéndole un mayor crecimiento. Se espera también que algunas de las empresas que están actualmente cotizando en el MAB, continúen su ciclo de crecimiento y den el salto desde el MAB a mercados principales. Aunque, también podrán aparecer las operaciones inversas en las que empresas procedentes de mercados principales se incorporen al MAB, así como también cabe esperar que se incorporen empresas extranjeras e incluso se lleven a cabo operaciones de fusión y adquisición (F&A).

¹⁰Entrevista al presidente del MAB, Antonio Giralt para Mabia (2014).

5.4. OTROS MERCADOS ALTERNATIVOS EXTRANJEROS

5.4.1. *Alternative Investment Market* (AIM)

El *Alternative Investment Market* (AIM) se creó en 1995 y es el mercado alternativo más importante del mundo según nivel de volumen y empresas cotizadas, en la Bolsa de Londres. A lo largo de su historia, han cotizado en AIM más de 2.000 empresas de más de 100 países distintos han captado unos 24.000 millones de libras. Desde sus inicios, este mercado mostró su potencial, ya que 40 empresas que cotizaban en el mercado principal se dieron de baja para pasar a formar parte del mercado alternativo (ver www.londonstockexchange.com).

Fue creado por la Bolsa de Londres y tras su primera década, y habiendo superado con éxito los malos años bursátiles de comienzo de siglo, el 12 de diciembre de 2004 cambió su régimen jurídico, pasando de ser un mercado regulado a ser un mercado regulado por la propia bolsa. Su gran objetivo es velar por la permanencia de las empresas en crecimiento, tanto nacionales como extranjeras, y organizar las nuevas incorporaciones al mercado. En sus primeros 12 años de existencia más de 2.800 empresas han cotizado en alguna ocasión, y todo ello por su gran impulso internacional y por ser Londres un punto estratégico en el desarrollo empresarial. Hay que destacar que más de la mitad de las empresas son de Reino Unido, pero el AIM cuenta con empresas de muchos otros países como EE.UU., Rusia, China, Australia o Canadá.

Se trata del mercado alternativo más importante a nivel mundial, pero la crisis financiera también le ha pasado factura. En el año 2009 tan solo 36 empresas comenzaron a cotizar en este índice, cuando en años anteriores ésta cifra se multiplicaba por 15. El gran éxito de este mercado pronto provocó que otros países adaptasen la idea a sus sistemas financieros, naciendo así replicas en economías importantes como la francesa o la italiana.

Para impulsar en mayor medida el AIM, se creó una nueva figura denominada “*Nominated advisor*”, conocido como “*Nomad*” (el “asesor registrado” del MAB tiene su origen en esta figura). Estas nuevas entidades trataban de velar por el cumplimiento de los requisitos y normas del mercado. Su carácter obligatorio, ponían en colaboración con las empresas a especialistas capaces de asesorar su movimientos en las diferentes operaciones financieras. La creación de esta figura sienta las bases fundamentales de la expansión del AIM. A pesar de estar encargadas de velar por el buen funcionamiento

del mercado alternativo, la literatura financiera ha puesto en entre dicho su efectividad, debido a que son las propias entidades las que han de pagar a estos asesores (Espeleaud et al., 2012)

5.4.2. NYSE Alternext

El NYSE *Alternext* es un mercado alternativo del grupo *Euronext*¹¹ adquirido a su vez por New York Stock Exchange. Nace en 2005, contando en la primavera del 2014 con 184 compañías y 8.325 millones de capitalización bursátil. Tiene su sede en París y a pesar de no contar con el mismo volumen de negociación que el AIM de Londres, se ha convertido en un mercado de referencia mundial. Su economía es más pequeña y su enfoque no es tan internacional, por lo que se ha formado un mercado más reducido. Quizás el AIM es demasiado grande para que España lo tenga como referencia, pero el *Alternext* es un mercado óptimo para tomarlo como ejemplo en el desarrollo del MAB.

Las empresas que cotizan pertenecen principalmente al sector biotecnológico, de internet o *software*, como en la mayoría de mercados alternativos del mundo. Si bien es cierto que, también, participan otras empresas de sectores como el inmobiliario, de consumo, de bebidas alcohólicas y de maquinaria industrial. Cada vez hay más empresas extranjeras, de Rusia, EE.UU., y China, principalmente, que se interesan por incorporarse a este mercado, como ya ocurría con el AIM.

El proceso de cotización en este mercado es similar al del mercado principal *Euronext*, contrayendo trámites más sencillos y fáciles para empresas de menores dimensiones. Las compañías también disponen de la figura de un “asesor registrado”, que en este mercado es denominado “*Listing Sponsor*”, pudiendo ser un banco de inversión o una firma de asesoramiento.

En los últimos años, al igual que en el caso español, en otros países se ha puesto en funcionamiento nuevos mercados alternativos (Vismara et al., 2012). Nos encontramos con el caso del AIM Italia y el AIM en Japón, filiales del británico. En China, también se ha dado origen a un mercado alternativo, cuyo listado de empresas tan grande deja muy atrás al resto de mercados a pesar de su juventud.

¹¹ El grupo *Euronext* se constituyó en el 2000 por la *Bourse* de París, la Bolsa de Ámsterdam y la Bolsa de Bruselas. En el año 2002, se unió la Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto (BVLP) y Mercado Internacional Futuros y Opciones de Londres (LIFFE).

Una vez analizadas las características del mercado alternativo bursátil español (MAB), así como sus expectativas de futuro, en el siguiente apartado, de acuerdo con el objetivo de este estudio, se desarrollará el estudio empírico donde se analizarán en profundidad las empresas que cotizan, o han cotizado, en el MAB así como los determinantes de su *performance*.

6. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

De acuerdo con el objetivo de este trabajo, se describirán las principales características de las 22 empresas que forman parte del MAB (junio 2014). En concreto, se profundizará en su historia más reciente, sus actividades y algunos datos financieros.

A continuación, se llevará a cabo el estudio de tipo cuantitativo. En una primera parte, se agruparán el conjunto de empresas totales que han participado a lo largo de la historia del MAB (24 empresas), por sector de actividad, zona de procedencia geográfica y edad. Con ello, veremos cómo las comunidades autónomas que proponen incentivos a la incorporación al índice, cuentan con mayor número de empresas; cómo los sectores de actividad más comunes, están relacionados con la innovación y las nuevas tecnologías; y, cómo las empresas son jóvenes y en plena fase de crecimiento.

El análisis empírico finaliza aplicando un modelo de regresión lineal para un conjunto de 20 empresas, con el fin principal de analizar los determinantes del *performance* de estas empresas.

6.1. EMPRESAS COTIZADAS EN EL MAB

En esta sección, se describirán las empresas que cotizan o han cotizado en el mercado alternativo bursátil español (MAB)¹².

INKEMIA

InKemia group S.A. es un conjunto de Pequeñas y Medianas empresas (Pymes) constituido en 1997, cuyo principal objetivo es la producción de conocimiento de elevado valor tecnológico. Cuyas nociones sirven para la formación de nuevos procesos,

¹² Para la descripción de las empresas que cotizan en el MAB se ha tomado la información disponible en la página web del MAB, así como en las páginas web de las empresas.

servicios, productos y tecnologías principalmente en sectores como el biotecnológico, el farmacéutico, el biofarmacéutico y el químico entre otros. Entre las empresas del grupo hay que señalar a *IUTC*, a *Phytore biotech*, a *Plasmia*, a *BioDan* o a *Enemce Pharma*.

La principal estrategia empresarial consiste en la consecución de numerosas patentes que le permitan seguir en el mercado a largo plazo. El caso más reciente es el de China, país en el cual el grupo ha logrado una patente para su producto (S50), que le otorga el uso de este material como biocombustible en automoción y combustible industrial. Con esta nueva propuesta se aprovechan los residuos del diesel para fabricar nuevo combustible y así aprovechar más los recursos del medioambiente. Esta licencia fue aceptada posteriormente por otros 5 países: EE.UU., Canadá, Japón, Vietnam y Corea del Sur. Otra de las patentes logradas en los últimos meses, consiste en el conjunto de compuestos denominados N-(1-Fenil-2-oxo-piperidil) sulfonamidas, desarrollado para EE.UU. Con esta iniciativa se pretenden subsanar problemas de carácter farmacéutico que afectan a dolencias de tipo inflamatorio, como asma, artritis o inflamación de edemas corporales.

En el año 2011, Inkemia persigue más notoriedad en los mercados y decide incorporarse al MAB. La inclusión de la empresa en el MAB le ofrece la posibilidad de cambiar la imagen de marca que, hasta su incorporación en el mercado alternativo, le estaba haciendo quedarse atrás por su escasa influencia en el sector. En términos de capitalización, el grupo en el MAB tiene un peso del 1,85 %, siendo su proveedor de liquidez Mercados y *Gestión de Valores, S.A.*, y su asesor registrado *Estratelis Advisors, S.L.*

En lo que se refiere a su estructura económica-financiera, cabe destacar que la empresa se encuentra en un período de transición en sus resultados. Las dos principales fuentes de ingresos consisten en la prestación de servicios y de alta tecnología a distintas empresas y a particulares. La otra fuente, de carácter más puntual, es la de transferencia tecnológica que va a depender de hechos variables de la economía. En cuanto a los gastos, tenemos como los más simbólicos los de personal, los de gestión y las variaciones de valor de los instrumentos financieros que poseía la entidad de Bankia.

Analizando el balance consolidado del ejercicio 2013, se aprecia un capital representado por el 57 % y una deuda del 43 %. La compañía cuenta con un capital admitido a cotización de 2.357.000 €, equivalente al 17 % de los fondos propios. En cuanto a la

relación de accionistas, Escola Sant Gervasi S.C.C.L. posee el 49,30 %, el presidente de la compañía, Josep Castells Boliart un 9,47 %, y para el resto de accionistas el 41,23 %, sin alcanzar ninguno de ellos el 10 % de acciones.

AB-BIOTICS

AB-BIOTICS, S. A. es una empresa española constituida en Barcelona en 2004 que se desarrolla principalmente en el área de la Biotecnología. Como misión principal persigue la búsqueda del cuidado de la salud a través de la fabricación de nuevos productos que permitan su mejoría. Para ello, el camino seguido a largo plazo es lograr establecer un estándar europeo en el sector biotecnológico, siempre haciendo uso de la innovación, el trabajo en equipo y del respeto al medioambiente.

La empresa AB-BIOTICS va a estar compuesta por dos grandes áreas de negocio. La primera de ellas corresponde a la sección Neurofarmagen en la que se realizan estudios de farmacogenética, es decir, la manera en que los pacientes reaccionan ante distintos medicamentos y diferentes tratamientos según su herencia genética. Dado que la respuesta a los fármacos está condicionada en un 85% a la genética del individuo, la prueba analítica o Neurofarmagen permite dar a conocer el medicamento más adecuado y más seguro para cada paciente, analizando su ADN. En la segunda gran unidad de negocio, denominada AB-BIOTICS Ingredientes Funcionales, se desarrollan ingredientes para la prevención y el tratamiento de enfermedades, tanto cardiovasculares como de tipo infantil. Los productos comercializados que más destacan y, que han llevado a la empresa a un crecimiento continuo, son AB-LIFE, AB-GINGIBAL, AB-HALITOSIS, AB-CÓLICO, AB-VITAMINA K, entre otros.

En cuanto a las patentes mencionadas, hay que destacar aquellas alcanzadas en un grupo de países (China, Rusia, Nigeria y México) para la utilización del producto AB-Fortis, que proporciona la cantidad de hierro necesaria en una sola dosis diaria. En México también lograron introducir el test denominado Neurofarmagen, para identificar el medicamento óptimo para cada paciente. En Europa se propuso y se consiguió la licencia para el AB-Life, que permite prevenir y reducir el colesterol.

En lo que se refiere al aspecto financiero y relacionado con su participación en el MAB, señalaremos que el peso en este índice según capitalización es del 1,47%. Atendiendo a su rentabilidad en los últimos años se observa como esta empresa se ha visto afectada

por la crisis económica, provocando ésta un descenso continuado en su cotización. Se observa una caída en los resultados en el ejercicio 2013. La cifra de ingresos no crece al mismo nivel que antes y, los gastos se mantienen o aumentan, como es el caso del principal gasto de servicios de profesionales independientes.

La entrada en el MAB se ejecuta en el año 2010, contando con *Beka Finance, S.A.* como proveedor de liquidez y con *DCM, S.L.* como asesor registrado. En su balance del año 2013, se distingue un capital de 66 % y una deuda del 34%. El capital admitido a cotización es de 480.000 €, equivalente a tanto solo el 5 % de los fondos propios. En tanto a la relación de los accionistas, destacan los Consejeros Delegados y fundadores de la sociedad Miguel Ángel Bonachera Sierra y Sergi Audivert Brugué con un 14,02 % cada uno. Luis Sánchez-Lafuente Mariol, presidente de la Compañía, posee el 9,83 %, siendo el restante de las acciones propiedad de otros accionistas que en ningún caso se aproximan al 10 %.

ALTIA CONSULTORES

ALTIA nace en 1994, siendo una de las primeras empresas de consultoría independiente, centrándose en proyectos de Telecomunicaciones, Industria y Servicios, Administraciones Públicas y Servicios Financieros. Cuenta con siete delegaciones en A Coruña, Alicante, Valladolid, Toledo, Santiago, Vigo, Madrid y Vitoria. Dispone de varios certificados que acreditan su apuesta por la calidad, como son ISO 27001, ISO 9001, ISO 20000 e ISO 14001.

La compañía presta diversos servicios como pueden ser los de consultoría, en los cuales los empleados colaboran en proyectos mediante la elaboración de informes, planes estratégicos o formación tecnológica. En otra de las áreas, se busca del desarrollo de nuevas aplicaciones informáticas que permitan adecuarse a las necesidades presupuestarias y funcionales de los clientes. También se han especializado en la subcontratación (conocido por su término en inglés como *Outsourcing*), prestando servicio de mantenimiento de las aplicaciones, gestión de las infraestructuras y explotación de los sistemas. A través de fuertes alianzas con grandes grupos como *HP*, *IBM*, *Microsoft* o *McAfee*, se han podido perfeccionar con éxito todos estos servicios, y se han podido complementar con el suministro de *hardware* y *software*.

Dentro de su plan de negocio se persigue aumentar la cifra de clientes, entre los que destacan, en la actualidad, Caixa Galicia, Navantia, Renault, Gobierno Vasco, Citroën y Xunta de Galicia. Su cartera de clientes en las zonas del norte de España está muy desarrollada, mientras que las del resto del país tienen un peso más reducido. Entre los objetivos de la entidad, se busca eliminar el riesgo diversificando y adquiriendo clientes a los competidores, a la vez que se fortalecen las nuevas áreas de negocio. En los primeros pasos para reforzar su nuevo plan de negocio, la empresa ha elaborado proyectos de absorción como es el caso de la empresa Élite o el caso de Drintel. También se ha producido alguna adquisición como ha sido el de la compañía Exis Inversiones en Consultoría Informática y Tecnológica, S.A. en un 95,38% de su capital social.

En el año 2010, pasa a formar parte del MAB con un peso del 2,25% por capitalización, siendo *Solventis, S.A.* tanto su proveedor de liquidez como su asesor registrado. Su cifra de negocios mantiene una línea ascendente en los últimos años, con un beneficio que se ha ido incrementando a lo largo del tiempo, permitiéndole repartir dividendos constantemente.

Atendiendo a las cuentas consolidadas del ejercicio 2013, nos encontramos con un capital del 53 % y una deuda del 47 %. En este caso, el capital admitido es de 138.000 € lo que representa apenas el 1 % de los fondos propios. En la relación de accionistas predomina la participación de Boxleo TIC, S.L. que posee el 87,17 %, siendo el resto distribuido entre el resto de accionistas, lo que hace que su participación sea insignificativa.

BIONATURIS

Bionaturis es una compañía biofarmacéutica que se constituye en 2005 en Cádiz. Está centrada en el desarrollo de productos biológicos para el campo veterinario y farmacéutico, previniendo principalmente las enfermedades nicho. Ante el grave problema del acceso a la medicina en muchos lugares, se promueven sistemas innovadores que permitan medicamentos más asequibles para el ciudadano.

Entre sus productos, cabe destacar el BNT001, empleado para enfermedades de *Gaucher*; el BNT004, vacuna para proteger el intestino del ganado ante nematodos; el BNT005, vacuna para caninos en su lucha contra *leishmaniasis* visceral; el BNT006,

que inhibe el crecimiento de la *E. Coli*; y el BNT009, activo frente a *L. garvieae*. Para la consecución de todos estos productos ha seguido diversos programas de I+D. Son destacables, su apuesta por los proyectos SNC- INTEGRA y ADELIS. El primero de ellos, lucha contra las enfermedades del Sistema Nervioso Central, lográndose medicamentos que permitan corregir las patologías de esa zona, para otorgar a los pacientes una mayor calidad de vida. El segundo de los proyectos (ADELIS), se centra en la administración de fármacos, optimizando dicho proceso.

La compañía es propietaria de una gran cartera de patentes internacionales, tanto a través de licencias como de forma interna. Se ha ido incrementando este volumen en los últimos años con patentes tipo PTC, que protegen sus productos y servicios. Hoy en día, la entidad persigue obtener licencias de tipo *In-licensing* como son vacunas de segunda generación o la purificación de proteínas, así como licencias *Out-Licensing* con la consecución de la plataforma *Flylife*.

En términos financieros, Bionaturis entra a formar parte del MAB el 26 de Enero de 2012, teniendo un peso del 0,59% por capitalización. Su asesor registrado es *KPMG*, S.L. y su proveedor de liquidez es *Beka Finance, S.A.* En estos años de cotización, la empresa ha conseguido, además de una fuente de recursos extra, un alto nivel de transparencia ante clientes de todo el mundo. En los últimos años la situación económica se vio muy deteriorada, pero en el año 2013 el crecimiento ha sido muy notorio, permitiendo una situación de holgura financiera. Han logrado invertir la situación de su resultado, convirtiendo en 2013 en positivo el resultado negativo que presentaban hasta 2012. Esta mejora se ha logrado mediante el aumento de los ingresos y la reducción de los gastos.

En su estructura se puede verificar la existencia de un capital del 46 % y una deuda del 54 %, lo que hace de esto una situación peligrosa al superar la deuda al capital. El capital admitido es de 232.000 €, significando el 9 % de los fondos propios. En la relación de accionistas de la entidad cuenta con Víctor Manuel Infante Viñolo, Consejero Delegado, como mayor accionista con un 56,97 %. Carbuces Eusope, S.A. posee un 11,36 % y Univen Capital S.A. un 11,16 %, perteneciendo el resto a representantes que no superan el 10 %.

BODACLICK

Bodaclick, S.A. ofrece a los clientes a través de su página *web* los detalles esenciales para la organización de un enlace en cualquier fecha y en cualquier lugar. Tras una década de existencia, son más de 300.000 parejas las que han disfrutado de sus servicios mediante su registro en *bodaclick.com*. Numerosas empresas de América y de Europa aprovechan este espacio para ofrecer sus servicios. Las ubicaciones situadas en México, España, Brasil, Italia o Brasil cuentan con mayor éxito entre el público.

A través de la página *web* se proponen todo tipo de enlaces (bodas civiles, religiosas, al aire libre, en sitios rurales, etc.). Las parejas disfrutan de numerosos proveedores que les recomiendan las mejores opciones y más adaptadas a sus gustos. También se puede realizar la lista de bodas y los invitados pueden acceder a través de la red a la lista completa y elegir el regalo que más concuerde con su presupuesto.

La compañía nació en el año 2004 con el apoyo de personajes de renombre como Javier Vega de Seoane Azpilicueta, Josep Piqué o Bernardo Hernández (responsable de *Flickr-yahoo*). En el año 2010 pasa a formar parte del MAB con un valor de capitalización demasiado elevado, si tenemos en cuenta que se trata de una simple página *web*. Su proveedor de liquidez es *Cortal Consors, S.A.* y su asesor registrado *Renta 4*.

En el periodo 2008/2009 las bodas comenzaron un trascendental descenso debido a la crisis económica que azotaba al país. Las cuentas de *Bodaclick* comenzaron a empeorar y los patrocinadores, su principal fuente de ingresos, empezaron a desplomarse. Esto sirvió para que alguno de sus competidores como *Bodas.net* le arrebatara la mayoría de los clientes y provocase que, a finales de 2012, superase el volumen de negocio de *Bodaclick*.

La auditoría KPMG advirtió a mediados de 2013 que esta solución no podía continuar a lo largo del tiempo. Como consecuencia de esto, Bernardo Hernández, presidente del consejo, decidió irse de la empresa. La compañía perdió un 80% de su valor desde que salió a cotizar, teniendo dificultades para hacer frente a los pagos con proveedores. Para evitar empeorar su situación financiera, se llevó a cabo un acuerdo con empresas mexicanas que financiarían los problemas económicos sufridos, presentando el correspondiente comunicado. Este hecho provocó a finales de 2013 un incremento en la

cotización, pero, inevitablemente, como ya había predicho KPMG, el 14 de febrero de 2014 suspendió sus pagos y entró en concurso de acreedores.

CARBURES EUROPE

Carbures Eusope, S.A. es una multinacional con fuerte presencia en Europa, EE.UU. y China. Surge de la absorción de dos empresas industriales relevantes, *Atlántica Composites* y *Easy Industrial Solutions*. La empresa está especializada en la fabricación de componentes de fibra de carbono, empleados en locomoción, aviación, locomoción, ferrocarril, etc. Disponen de dos sedes principales, que cuentan con la más alta tecnología y con un grupo humano de ingenieros altamente preparados: en Europa (Cádiz, 2002), y en EE.UU. (Carolina del Sur, 2010).

Su origen se remonta al año 1999, cuando la Universidad de Cádiz apostó por la ingeniería aeroespacial y, principalmente, por sus materias primas. Gracias al avance de numerosos proyectos llevados a cabo en dicha universidad, en 2002 se posibilita la creación de *Industrial Easy Solutions, S.L.* En el año 2005, se construye en el Puerto de Santa María la sede del Parque Tecnológico, que permitirá a *Industrial Easy Solutions S.L.* ganar fuerza y potenciar su desarrollo en I+D. En dos años se edificaron sedes y grandes almacenes, y se dio vida a *Atlántico Compuestos, S.L.*, centrada principalmente en las mezclas de fibra de carbono para el sector aeronáutico. El proceso de constitución de Carbures Europe, S.A. se cierra con la fusión de ambas empresas, para formar un grupo que les permita competir a nivel mundial.

Hoy en día cuenta con una larga lista de certificados de calidad, como son ISO 9001, ISO 9100, ISO 14001 y OHSAS 1800. También hay que destacar su título NADCAP que le coloca como un proveedor de primer nivel en el área aeronáutica, con clientes como *Airbus* o *Boeing*. Ahora el gran objetivo es introducirse en el mercado chino mediante la fabricación de los A320 y A350.

Su incorporación en el MAB tuvo lugar en el año 2012, siendo una de las empresas con más peso en el índice, con un total de 15,25 % según capitalización. El proveedor de liquidez es *Beka Finance, S.A.* y el asesor registrado es *Renta 4*. Su evolución en este corto periodo de cotización ha sido todo un éxito y su ascensión parece no tener límites. Sus resultados se han visto aumentados en un 700% y su rentabilidad en un 800%.

Como vemos son cifras tan elevadas que hay que ser cautos y ver su evolución más a largo plazo.

Las cuentas anuales del ejercicio 2013, muestran un 40 % de capital y un 60 % de deuda, situación peligrosa por el exceso de deuda. El capital admitido es 12.959.000 €, lo que supone un 37 % de sus fondos propios. En cuanto a la relación de accionistas, se encuentra Neuer Gedanke S.L. con un 25,61 %, perteneciendo el resto a otros accionistas que no alcanzan la barrera del 10 %.

CATENON

Catenon, S.A. es una multinacional española con 10 años de vida. Su funcionamiento se fundamenta básicamente en la utilización de las nuevas tecnologías, siendo su principal mecanismo de trabajo la *Web 2.0*. Interactúa con las compañías relevantes a nivel mundial (el 75% del IBEX 35 es cliente de Catenon) y ha llevado a cabo sus operaciones en 73 países diferentes. Su principal cometido es rastrear candidatos, valorar su potencial y presentarlos a los clientes de la compañía y, todo ello, en un plazo de 20 días y de forma objetiva mediante la *Web*.

La aparición de nuevos canales de información y la globalización de los mercados ha generado un nuevo entorno más competitivo para las empresas. Para tener éxito y estar por delante de sus rivales, será necesaria la incorporación de un equipo humano de gran calidad que permita la consecución de los objetivos de manera rápida y satisfactoriamente. En los tiempos que corren no solo se buscan candidatos en el propio país en el que se oferta el empleo, sino que las empresas utilizan hasta 4 países a la vez (de media) para la obtención del mejor candidato. Ante todos estos nuevos cambios, aparece Catenon para ofrecer de una manera simple y vía *web* los servicios que el cliente desee.

Tras varios años construyendo su modelo de negocio internacional, hoy en día éste se encuentra en un momento de implantación. En el aspecto estratégico se abrieron nuevas oficinas y se separaron dos áreas de negocio básicas como son: la Plataforma Operacional de Producción y las Unidades de Desarrollo de Negocio. A nivel tecnológico, se desarrollaron sistemas de formación, *website* privado para clientes y candidatos, herramientas de grabación para los candidatos y nuevas campañas de marketing para los clientes.

Su incorporación en el MAB en el año 2011 es una parte más de su proceso de expansión. Su proveedor de liquidez es *Gefonsa, S.A.* y su asesor registrado es *GVC Gaesco Valores, S.A.* No obstante, se puede observar como desde su incorporación en el índice, su cotización ha ido descendiendo continuamente. Si bien es cierto que, en el último periodo los resultados se están invirtiendo y sus expectativas futuras son al alza, con una clara recuperación financiera.

El balance consolidado del ejercicio 2013 muestra un capital del 9 % y una preocupante de deuda del 91 %. El capital admitido a cotización es del 327.000 €, suponiendo un 35 % de los fondos propios. En cuanto a la relación de accionistas, Javier Ruiz de Azcárate Varela posee un 32,56 %, Miguel Ángel Navarro Barquín un 16,70 % y Dositeo Barreiro Morán un 11,71 %. El resto de acciones es propiedad de otros accionistas que no llegan a una participación tan significativa.

COMMCENTER

Commcenter, S.A. es el primer distribuidor nacional de capital independiente en el sector de las telecomunicaciones y, más en concreto, en Telefónica Movistar. Nace en el año 2009 de la integración de dos grandes compañías como eran *Osaba Electricidad y Grupo de Telecomunicaciones Otero*. Ambas cuentan con gran experiencia en el sector, siendo el área de influencia de Osaba en País Vasco y Aragón, y el grupo Otero en Asturias y Galicia.

Commcenter, S.A. tiene un contrato de exclusividad para la distribución de productos y servicios de Movistar, pero no cuenta con la capacidad de gestionar precios o campañas de marketing, lo que supone un riesgo para el negocio. La compañía tiene 107 oficinas alquiladas en las que desarrolla la actividad de venta, alrededor de toda España. Movistar se encarga de realizar un estudio de mercado y planea abrir nuevos puntos de venta, ya sea con una nueva apertura o adquiriendo el negocio de algún comercial de la zona de pequeño tamaño.

La empresa cuenta con una amplia gama de productos y servicios dentro de la telefonía móvil y la telefonía fija. Dentro de la conectividad fija, dispone de las más eficientes comunicaciones como apoyo continuo a los clientes en sus problemas diarios con las conexiones de red, ADSL, puestos informáticos, etc. En la conectividad móvil, destaca la distribución de todos los terminales móviles y de las novedades de los fabricantes

más selectos. Como servicio de mantenimiento y prevención de dificultades con la red, cuenta con un área de servicios de valor añadido: mantenimiento ADSL, Antivirus, Firewall, mantenimiento LAN y PC, etc.

La compañía se ha aprovechado de su vínculo con *Movistar* para alcanzar una reseñable importancia en el sector y poder llevar a cabo su estrategia de expansión. Todo ello, le ha llevado a incorporarse al MAB a finales de diciembre del 2010 con un peso de 1,47% por capitalización, siendo su proveedor de liquidez y su asesor registrado *Solventis, S.A.* Su evolución en estos años se ha visto empeorada, sobre todo en el periodo de mediados de 2012 a mediados de 2013. Una vez llegada a esta fecha, la situación se ha estabilizado y ha dejado de perder valor en el mercado. Esta situación confirma los resultados de los distintos ejercicios y los datos de rentabilidad, que muestran el gran descenso que sufrió la empresa en esa época, antes señalada.

El balance del ejercicio 2013 refleja un capital del 27 % y una deuda del 74 %, situación alarmante para la entidad. El capital admitido es de 3.303.000 €, equivalente al 36 % de los fondos propios. *Osaba Electricidad, S.A.* es su mayor accionista con un 34,97 % de las acciones, seguido de *Otero Telecom, S.L.* con un 32,70 % y de más alejado *GT Otero, S.L.* con un 9,61 %, como accionistas más importantes de la compañía.

EBIOSS

Ebioss Energy, AD es un holding empresarial cuyo principal fin es lograr convertir la mayoría de residuos en energía. Para ello, se pretende la construcción de plantas energéticas a nivel internacional y poderse aprovechar así de las ventajas competitivas. En la gestión de estos residuos, se desea manipular estos remanentes en un país para posteriormente utilizarlos en otro distinto como combustible. En esa primera fase de expansión internacional, se inicia el desarrollo estratégico en Bulgaria, con la consecución de contratos que mejoren las plantas energéticas de residuos de la zona. A partir de ahí, se promueven estas condiciones a otros países como EE.UU., Brasil o países europeos. Son destacables las plantas de gasificación de residuos de países en España, Egipto, Alemania, India, etc.

Las tres áreas de negocio de *Ebioss* son la creación de valor del residuo, la tecnología necesaria para obtener energía a través de estos residuos y el desarrollo de plantas de energía que favorezcan una fabricación y venta de dicha materia. Dentro de la primera

área de negocio, destaca con el estudio de cualquier tipo de residuo existente en el planeta (cáscaras de coco, huesos de aceituna, paja, harinas animales, plásticos, pallets, neumáticos, etc.). En el segundo área, se eligen las innovaciones tecnológicas en las que destaca la empresa EQTEC Ibérica, con más de 15 años de trayectoria en edificaciones de plantas energéticas de residuos. Un *know-how* que le permite destacar en sectores alimenticios, químicos, hidráulicos, etc. En tercer y último lugar, se encuentra el área destinada a la comercialización de los servicios prestados a través de la venta de energía.

La compañía entra a formar parte del MAB en el verano del 2013 y cuenta con un peso en el índice del 2,40% por capitalización. Su incorporación fue muy celebrada por el conjunto del holding, puesto que significa superar una etapa más en su proceso de expansión. Su evolución hasta el momento ha sido positiva, basado principalmente en el continuo incremento de los resultados de la empresa. Banco Inversis, S.A. es su gran proveedor de liquidez, pero además de ello cuenta con otros colaboradores esenciales en su progreso empresarial como son BNP Paribas, Bankia o DCM Asesores.

Las cuentas presentadas del ejercicio 2013 reflejan un capital de 96 % y tan solo una deuda del 4 %. El capital admitido a cotización es de 17.959.000 €, suponiendo 79 % de fondos propios. El accionista mayoritario es Elektra Holding, AD con un 63,25 %. Muy por detrás se encuentra Sofia Biomas, EOOD con un 12,71 %, y Sungroup Bulgaria, EOOD con un 10,32 %.

EUROESPES

Euroespes, S.A. es la primera sociedad privada que centra su actividad en el estudio de enfermedades del sistema nervioso central. Para ello, cuenta con el apoyo de instituciones tanto públicas como privadas. Su sede central se ubica en Bergondo (A Coruña), desde donde se trata de ofrecer una medicina de calidad y personalizada a cada individuo. Su fundación como sociedad limitada se produce el 1 de febrero de 1991. A partir de ese momento, su evolución ha sido tremendamente exitosa desarrollando su labor en enfermedades mentales del tipo Alzheimer. En estos años, también destaca la consecución de la patente “Kit Genético” para el tratamiento del trastorno, y la creación del Banco de Genes para la prevención de dicha enfermedad.

No obstante, y desde un punto de vista interno, la compañía pasa por varios problemas institucionales desde su incorporación en el MAB en el 2011 (peso por capitalización de 0,14 %), que en algunos casos le hará perder la hegemonía del sector. Un ejemplo es la pérdida de influencia a nivel internacional, adquirida con la consecución de la patente de la vacuna para el Alzheimer en EE.UU. (a falta de los estudios clínicos). En cambio, en este último año se observa como su situación empeora respecto a las competidoras, siendo adelantada por Aragón Biotech, adquirida por Grifols (empresa del mercado continuo) y que, en estos momentos, aventaja claramente a Euroespes en la lucha contra la enfermedad.

La destitución de su director financiero, Javier Sánchez López, impulsor del proyecto de entrada en el MAB, y los continuos cambios de nombramiento de su fundador y presidente, Ramón Cacabelos, han llevado a una continua inestabilidad empresarial, reflejada en sus resultados financieros. Destacable es el caso la destitución de uno de sus consejeros más emblemáticos, Rodrigo Marchal, con un 23.7 % del capital. A pesar de que su peso como primer accionista de la empresa en la toma de decisiones era mínimo, sorprende su relevo por ser el dueño mayoritario de la filial Euroespes Biotecnología, poseedora de la mayor base de datos genéticos de España y, con su marcha no se garantiza que se pueda continuar con el desarrollo del plan de expansión estratégico de la matriz.

Estas y otras ineficiencias, como el despido de la mitad de la plantilla, ha llevado a la empresa a un periodo en el MAB en negativo y sin expectativas de crecimiento. A pesar de ello, el nuevo consejo de administración pretende llevar a cabo un plan de reestructuración que impulse de nuevo la situación.

Toda esta información se corrobora en sus cuentas del ejercicio 2013, donde destaca un capital del 71 % y una deuda del 29 %. El capital admitido es de 3.337.000 €, equivalente al 99 % del capital. Añadir que su proveedor de liquidez es el Banco Sabadell, S.A. y su asesor registrado es Ernst & Young, S.L.

EURONA WIRELESS TELECOM

Eurona Wireless Telecom, S.A. es una compañía de telecomunicaciones fundada en el año 2001 en busca de la construcción y diseño de redes. En el año 2006, decidió cambiar su rumbo y comenzó a explotar esas redes participando en el sector como una

operadora que ofrece servicios de internet y telefonía. Utiliza tecnología de radio, por lo que el coste es más reducido que en el caso del ADSL o el cable. Se aprovecha de aquellas zonas donde otras compañías no llegan por no ser rentable (“brechas digitales”). Esto le ha llevado a ganarse la confianza de los accionistas y mostrar una propuesta de futuro con garantías suficientes para lograr el éxito deseado.

En la búsqueda de ofertar un servicio de internet donde otros no llegan o tienen intensidades muy débiles y que se cortan, Eurona presenta soluciones para estas zonas de extrarradio y zonas rurales. Se le considera una operadora de “océanos azules”, y en el año 2009 vendió toda su sección de ingeniería y se centró en los servicios de internet en Aragón, Madrid, Cataluña y Galicia. Hoy en día su posición en el mercado se inclina por una orientación internacional, contando con presencia en Italia, Reino Unido, España e Irlanda.

Su plan de negocio se basa en el aprovechamiento de los “océanos azules”, resolviendo los puntos débiles del ADSL como son la baja velocidad, la asimétrica (velocidad de bajada mayor que de subida), y la distancia, que el ADSL solo cuenta con una efectividad de su señal de 3 km. Por tanto, Eurona se beneficia de las ondas de radio para establecer un enlace entre el usuario y la estación base, y así prestar los servicios deseados. Hasta el momento todos sus competidores son regionales y no pelagra su hegemonía, pero pronto habrá nuevas empresas que intenten explotar estos océanos azules y Eurona necesitará innovarse constantemente.

Su incorporación en el MAB se produce hace tres años (en 2011) y tienen un peso por capitalización de 2.32 %. Su proveedor de liquidez es GVC Gaesco Valores, S.A. y su asesor registrado es Estratelis Advisors, S.L. Es una de las empresas más prometedoras del índice, dado que se considera que su crecimiento no ha hecho nada más que comenzar. En estos momentos, ya ha triplicado su valor de cotización, sin embargo, sus resultados continúan mostrando cifras en negativo.

Las cuentas anuales del ejercicio 2013 muestran un capital del 47 % y una deuda del 53 %. El capital admitido es de 14.677.000 €, representado el 100 % de los fondos propios. En tanto a la relación de accionistas, no destaca ninguno de ellos ya que nadie alcanza una posición de al menos el 10 %.

GRIÑÓ

Griñó Ecologic, S.A. es un holding de empresas cuya función se centra en la generación de energía verde y en servicios medioambientales, a través del tratamiento de residuos. Su sede central se encuentra en Lleida y su principal área de influencia es Cataluña, Comunidad Valenciana y Aragón. Es una empresa de carácter familiar fundada en 1933, llevando a cabo transportes de mercancías con la ayuda de carros. En los años 70, su estrategia empresarial sufre un giro y comienza con tareas de transporte de residuos mediante contenedores. Durante estos años ha sido una empresa en continuo crecimiento y, para adaptarse a las necesidades de sus clientes, ha adoptado la actividad de tratamiento de residuos.

Griñó cuenta con tres áreas de negocio bien diferenciadas. En primer lugar, nos encontramos con los servicios medioambientales, ofreciendo a sus clientes estudios y análisis personalizados a través de su consultoría. Su amplia red de logística, con más de 130 caminos con la más alta I+D en fabricación y sus más de 5000 contenedores, le permite adaptarse a las necesidades de cualquier cliente, y así, estar a la cabeza en servicios medioambientales. A esto, hay que añadirle su disposición a ofrecer servicios de recogida urbana y de limpieza especializados para maquinaria de grandes dimensiones. En una segunda área de negocio, destacan los proyectos de generación de energías renovables a partir de residuos o biomasa. Dentro de estos procesos, nos encontramos por ejemplo con la producción de diesel sintético mediante la conversión de otros combustibles alternativos. La última área de negocio, es la dedicada a la innovación y la sostenibilidad donde se han logrado grandes avances en la consecución del diesel sintético “R”, y donde se ha apoyado proyectos de cuidado del medioambiente como en el caso del parque de “La Albufera”, dando solución al problema que provoca la paja de arroz en la fauna marina del lugar.

Tras una exitosa progresión, se incorpora en el MAB en el año 2011 con un peso de 3.85 % por capitalización, siendo el proveedor de liquidez el Banco Sabadell, S.A. y el asesor registrado KPMG, S.L. Desde su anexión al índice ha ido perdiendo valor de cotización año tras año, mostrando resultados negativo. Aunque en el último año los resultados han crecido y se tienen expectativas positivas de futuro, con la puesta en marcha de varios proyectos.

Analizando las cuentas consolidadas del ejercicio 2013, se comprueba un capital del 37 % y una deuda del 63 %. El capital admitido a negociación 612.000 €, un 2 % de los fondos propios. En la relación de accionistas “*Corporació Griñó*” posee la mayoría del 88,28 %, siendo el resto para el resto de accionistas sin ninguno de ellos representar una cuota significativa.

IMAGINARIUM

Imaginarium, S.A. es una reconocida compañía española dedicada al sector infantil, cuyo éxito se basa en la consecución del concepto de juego educativo, logrado a través de la imaginación y de la magia. Nació en Zaragoza en 1992 y, a día de hoy, cuenta con 414 tiendas en 28 países diferentes. Con sus juguetes ofrece un diseño único y original, fundamentado en principios como la creatividad, la imaginación o la educación. Una de las claves que la ha llevado al éxito y al reconocimiento a nivel de marca, es la doble puerta que hay a la entrada de cada tienda, una puerta para padres y otra para niños.

En el año 1992, se abre la primera tienda en Zaragoza basada en la idea de recuperar la esencia educativa que tenían antiguamente los juguetes. Desde un principio se apostó por la idea de las dos puertas y, pronto se daría apertura a la primera franquicia en Alicante. Además, en el año 1994, se creó el *Club Imaginarium* que trataba de fidelizar a los clientes, a través de un constante y cercano contacto con la clientela. La idea ya alcanzaba el éxito esperado, y se constituyeron nuevas franquicias a nivel nacional e internacional. Entre 1996 y 2002, llegan a Colombia, Portugal, Argentina, Venezuela o Francia. Desde ese inicio de expansión internacional hasta hoy, se ubican en 28 países diferentes.

La empresa saca dos colecciones al año con más de 2000 referencias y 400 novedades, a través de la marca *Itsimagical*. Un equipo de psicólogos, pedagogos y diseñadores promueven las diferentes ideas que permitan alcanzar a sus juguetes una alta calidad y un alto nivel educativo, para niños comprendidos en edades entre 0 y 12 años. La normativa de seguridad de los juguetes en la Unión Europea es una de las más estrictas del mercado, y para cumplir con ella es necesario contar con un importante departamento de calidad. Se deben cumplir las rígidas normativas para todos y cada uno de sus componentes, ya sean piezas pequeñas, eléctricas, láser, baterías, componentes plásticos o cerámicos, etc.

La llegada al MAB fue recibida como la consecución de un objetivo más en su larga expansión. En el índice cuenta con un peso de 2.27 % por capitalización, siendo su proveedor de liquidez Banesto Bolsa, S.A. y su asesor registrado es Arcano Valores, S.A. Los resultados mostrados no son del todo positivos, aunque hay que destacar que en épocas de caída económica mundial, este tipo de juguetes son prescindibles para la mayor parte de la población. No obstante, el proceso de expansión continúa y, pronto cabe esperar que mejore su situación.

En sus cuentas del ejercicio 2013, el capital representa un escaso 23 % y la deuda un preocupante 77 %. El capital admitido a negociación es de 522.000 €, equivaliendo a un 3 % de los fondos propios. Publiflax S.L. es su mayor accionista con un 34,55 %, seguido de Inroch S.L. con un 12,79 %, de Anexa Capital S.A. con un 16,38 % y del Banco Grupo Cajatrés S.A. con un 10,65 %.

LET'S GOWEX

Let's Gowex, S.A. es una empresa que actúa en el sector de las telecomunicaciones, de las tecnologías y de Internet, operando como prestador de servicios de conexiones y gestor de infraestructuras. Para llevar a cabo estas actividades, cuenta con dos áreas de negocio bien diferenciadas. Por un lado, *Gowex Telecom* (función principal) dirigida a servicios y productos de telecomunicaciones como la banda ancha, la transmisión de datos y las redes virtuales. El segundo campo, es el de *Gowex Wireless* (promotor del crecimiento), más enfocado a las telecomunicaciones inalámbricas como el comercio electrónico, las redes *WiFi* o el *roaming*.

Permanece en activo desde el año 1999, y, en la actualidad, está primordialmente orientada a instaurar las “Ciudades *WiFi*” ofreciendo conectividad a grandes zonas urbanas, tanto en medios de transporte como en las propias calles. Recientemente, ha firmado un contrato con la ciudad de Edimburgo para prestar red *WiFi* gratuita a los viandantes de la zona céntrica de la ciudad, así como a 13 ubicaciones del extrarradio. A través de los distintos acuerdos, la compañía ha llevado Internet gratis a zonas tan remotas como el Congo.

En su desarrollo de modelo de negocio, ha establecido oficinas en Madrid, Shanghái, Buenos Aires, Costa Rica, Londres y París. Su estrategia se sostiene en la calidad de la Plataforma *Roaming*, que permite a los transeúntes conectarse a internet gratis en

algunos puntos de la ciudad. La compañía basa su forma de captar recursos en la publicidad y el marketing, provocando que cada cliente encuentre promociones personalizadas al conectarse a internet dependiendo de la zona o ciudad en la que se encuentre.

El 12 de marzo de 2010 se incorporó al MAB, contando con un elevado peso en el índice de 53,46 % por capitalización. Su proveedor de liquidez es *Beka Finance, S.A.* y su asesor registrado es *Ernst & Young, S.L.* Gowex se comporta como una de las mejores empresas en capitalización y rentabilidad. En el 2010 se convirtió en la única y primera pyme de España en hacer “*dual listing*”, participando en el MAB y en el *NYSE-Alternex*. En el año 2013, comienza a negociar sus productos en el mercado OTC (*Over the Counter*) de EE.UU. Sus resultados continuamente se han visto incrementados, y su cotización ha sufrido una evolución ascendente desde el 2013 que ha provocado que su valor se multiplique por treinta.

Sus cuentas anuales del año 2013 reflejan un capital representado por el 58 % del capital y el 42 % de la deuda. El capital admitido en el índice es de 723.000 €, siendo el 100 % de los fondos propios. Los dos mayores accionistas, con un 20 % cada uno, son *Cash Devices, S.L.* y *Biotelgy, S.A.*, repartiéndose el otro 60 % entre el resto de los accionistas, sin llegar ninguno de ellos a porcentajes que se acerquen a un representativo 10 %.

A pesar de ser una de las empresas más fuertes del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), su cotización cae en julio del 2014 un 60 % en dos días, y sus acciones se suspenden¹³. La CNMV investiga si ha habido abuso del mercado, puesto que un informe realizado sostiene que el 90 % de las ventas son ficticias, por lo que le exigen un plan de actuación para evitar que esta suspensión se prolongue en el tiempo.

El día 5 de julio de 2014, el presidente de la compañía, Jenaro García Martín, informa a través de un hecho relevante como las cuentas de los últimos cuatro ejercicios no reflejan la imagen fiel, atribuyéndose la autoría de esa falsedad. El máximo responsable de la empresa, añade que no puede hacer frente a las deudas en los plazos establecidos, presenta su dimisión y solicita el concurso de acreedores. Con ello, el mercado

¹³ Para más información, ver noticia completa en el diario Expansión (2014): <http://www.expansion.com/2014/07/03/mercados/1404371441.html>

alternativo bursátil se resiente ante la caída de una de las empresas más fuertes del mercado.

LUMAR NATURAL SEAFOOD

Lumar Natural Seafood, S.A., es una empresa creada en el año 2003 encuadrada en el sector del pescado congelado para el consumo. En el año 1961, Luis Martínez constituye una compañía familiar dedicada a la explotación de buques y a la logística marítima. Este sería el principio de la adquisición del *know-how* necesario para llevar a una empresa al éxito de mercado, siendo su gran aportación el tratamiento de productos del mar internacionales, como es el pez espada, el atún y especies afines. Todos estos conocimientos los incorpora en la creación de la firma en el año 2003.

El principal objetivo es mantenerse en el mercado y forjar un continuo desarrollo que le lleve a ser una marca líder en el sector. Para ello, necesita contar con la más alta tecnología, lo que le llevará en el año 2006 a crear una planta procesadora en Galicia. Este emplazamiento cuenta con especializados sistemas de preparación y congelación de atún. Con su equipo de congelación de alta presión, logra porciones de atún ultracongeladas con exactamente el mismo tamaño y peso, un proceso único en el mundo. En cuanto a la preparación de recetas de atún, con los distintos equipamiento con el que cuenta la plataforma, se adquieren marinados y salsas naturales sin colorantes ni conservantes.

En el año 2008, la compañía da un nuevo impulso a sus proyectos de I+D+i, con la construcción del Centro Tecnológico Agroalimentario. Sus nuevas recetas le llevarán a conquistar numerosos premios de talla internacional, principalmente por sus platos de 'Solomillo de Atún con Dátiles y Bacón' y 'Suprema de Atún en Salsa de Queso'. Todo esto siempre desarrollando una pesca responsable, ya que la ley obliga a tener controlados por satélites en todo momento a los buques y registradas electrónicamente todas las capturas. Con todo esto, Lumar prevé sacar nuevas recetas con nuevas especies para satisfacer los gustos de los consumidores, sin perder la esencia de naturalidad que caracteriza a sus productos.

Su entrada al MAB en el año 2011 (peso de 0,5 % por capitalización), no se ha visto reflejada como debería en su situación financiera. El proveedor de liquidez con el que cuenta la compañía es *Beka Finance, S.A.* y su proveedor de liquidez es *Solventis, S.A.*

Su rentabilidad acumulada es negativa y su cotización en el último año, 2013, sufrió una severa caída. Cuenta con Luis Martínez Fernández, fundador de la empresa, como el mayor accionista de la compañía con un 22,77 %. El otro representante con un alto porcentaje de acciones es *Lumafer*, S.L. con un 21,81 %. La sociedad no pudo presentar sus cuentas en los plazos establecidos y su cotización se verá suspendida hasta la entrega de toda la documentación exigida. Si bien, hay que destacar que sus resultados en el último periodo se han visto incrementados, lo que hace pensar en el año 2014 con optimismo.

MEDCOM TECH

Medcom Tech, S.A. es una firma española constituida en el año 2002 cuya especialización se centra en artículos muy avanzados tecnológicamente en el sector de la neurocirugía, traumatología y ortopedia, tanto en España como en Italia y Portugal. En 2010 la empresa se hizo fuerte entrando a formar parte del MAB, y en el año 2011 estableció dos filiales en Italia y Portugal. Hoy en día, participa en España en exclusiva con 18 marcas de referencia en el sector, basando su estrategia en contratos a largo plazo con los proveedores, lo cual les permite una fidelización y una lenta, pero satisfactoria, entrada de los productos en el mercado.

Su estructura empresarial dispone de cuatro departamentos, y se integra de forma vertical. Así, se persigue favorecer la distribución de los productos y mejor comunicación entre agentes (pacientes, hospitales, cirujanos, etc.). Se van a potenciar las relaciones directas entre médicos y fabricantes, aportando la posibilidad de intercambiar conocimientos entre distintos profesionales del sector sanitario. *Medcomtech* visita continuamente a los proveedores, informándose de los avances en los procesos quirúrgicos llevados a cabo. Siempre se va a mantener como una empresa independiente de cualquier fabricante, mostrando su imparcialidad en la consecución de la cartera de productos. Entre sus artículos, tenemos las prótesis de cadera y de rodilla fabricadas por *United Orthopedic Corporation* en Taiwán, cotizando en bolsa y siendo una de las empresas de más prestigio en Asia. Esta empresa, es de los pocos fabricantes asiáticos que cuenta con todas las certificaciones de calidad y se encuentra colaborando con *Medcomtech* desde el inicio de ésta.

Su entrada en el MAB se produce en marzo del 2010, con un peso de 2,67 % por capitalización, siendo *Mercados y Gestión de Valores, S.A.* su proveedor de liquidez y

Solventis, S.A. su asesor registrado. . En un primer momento, la compañía sufrió un continuado descenso tanto en su cotización como en sus resultados. Es el año 2012, hay un punto de inflexión y la entidad comienza a mostrar rentabilidades positivas. Desde ese año, la evolución es al alza y sus números están a punto de recuperar su valor de entrada en el índice en 2010. En cuanto a sus resultados, se hallan en un claro ascenso, lo cual llena de optimismo a la directiva empresarial. Esto hará que el futuro sirva para seguir creciendo, desarrollar nuevas técnicas de relación entre agentes sanitarios y contar con más fabricantes entre su amplia cartera de negocio.

Analizando en profundidad sus cuentas anuales del ejercicio 2013, su capital representa el 55 % y su deuda un 45 %. El capital admitido a negociación es de 100.000 €, no alcanzando ni el 1 % de los fondos propios. Cuenta con un accionista mayoritario, Juan Sagales Mañas, con un 50,62 %, repartiéndose el restante porcentaje entre los demás accionistas.

NEURON BIOPHARMA

Neuron Biopharma, S.A., desarrolla compuestos aplicables a la industria agroalimentaria y farmacéutica, tratando de prevenir enfermedades neurodegenerativas. La principal enfermedad tratada es el Alzheimer, llevando a cabo estudios que permitan dar conocimiento y regular el nivel de colesterol en el cerebro. Se ha convertido en un referente a nivel mundial en el conocimiento de la regulación del colesterol y su afectación a enfermedades neurodegenerativas. En la mayoría de estudios se pretende revertir una situación de Alzheimer sin éxito, y en cambio *Neuron* apuesta por prevenir la enfermedad desde edades tempranas.

La compañía utiliza para sus estudios cultivos de células y, en ocasiones el pez cebrá, capaz de desechar aquellos compuestos con algún efecto tóxico. En numerosas investigaciones utiliza animales como el pez mencionado anteriormente o ratones y ratas. Mediante un amplio proceso de I+D se comprueban los efectos que causan los compuestos en los cuerpos animales desde su implantación hasta su eliminación total del sistema. Para completar estas observaciones, se cuenta con compuestos para la movilidad y la memoria de los animales.

Después de este exhaustivo desarrollo preclínico en animales, y antes de llegar a ser un medicamento comercial, será necesario probarlo en seres humanos. Para ello, se

emplearan diferentes tipos de pacientes, tanto sanos como enfermos y se valora su evolución a lo largo del proceso establecido. El éxito de todas estas pruebas lleva a la empresa a conseguir licencias para explotar a un largo plazo y así continuar con el desarrollo estratégico.

La firma, en su evolución empresarial, entra a formar parte del MAB el 1 de julio del 2010, siendo la primera biotecnológica en incorporarse. Tanto el asesor registrado como el proveedor de liquidez es *Renta 4, S.A.* Su peso en el índice es 0,65 % por capitalización, y su cotización a lo largo de estos años muestra una de las mayores inestabilidades del mercado, con continuadas subidas y bajadas en su precio. En el año 2012, *Neuron* segrega como independiente la unidad Bioindustrial, la cual es adquirida por Repsol en un 50%. De ambas, nace Neol que tratara de ser líder en el sector de la investigación de los biocombustibles.

El análisis a las cuentas del ejercicio 2013, reflejan un capital de tan solo el 35 % y una deuda del 65 %. El capital admitido a negociación en el índice es de 4.625.000 €, representando el 100 % de los fondos propios. En la relación de accionistas, destaca Javier Tallada García de la Fuente como mayor accionista con un 12,70 %, repartiéndose entre el resto de participantes el otro 87,30 %.

NPG TECHNOLOGY

NPG Technology, S.A. es una empresa española dedicada a producción y a la fabricación de componentes electrónicos de consumo, convirtiéndose en la primera empresa en incorporarse en el año 2014 al índice, concretamente el 22 de Abril de 2014. Contará con Ernst & Young como asesor registrado, y a Beka Finance como proveedor de liquidez.

Su constitución data del año 2001, basando su actividad en las telecomunicaciones y la electrónica. Su rápida expansión le ha llevado a estar presente hoy en día en países como China, Portugal, Colombia o Francia. Su potencial se observa en sus dos grandes fábricas, una en Madrid y otra en China, logrando así un hito histórico siendo la primera empresa española de electrónica de consumo con fábrica propia en China. Este hecho se consolida con el rápido desarrollo de su tecnología, que le permitió en los años 2009, 2010 y 2011 ser número uno de ventas en TDT. Todo esto provocó que se inaugurara la fábrica de Torrejón de Ardoz en 2011 y China en 2012.

Sus fortalezas se asientan en la excelente preparación de sus ingenieros y en su alta inversión en I+D+i. En estos momentos se encuentra fuertemente implicada en el desarrollo de las televisiones conectadas o Smart TV, bajo la incorporación del sistema de Android, convirtiéndose en el primer fabricante que integra este sistema operativo a sus equipos. En el futuro, su plan de negocio se desarrollará por Latinoamérica para aprovecharse del apagón analógico que sucederá entre 2015 y 2020.

Por todo ello, su incorporación en el MAB se esperaba con gran ilusión. Sin embargo sus directivos no estaban muy contentos con el precio de salida, indicando que éste era demasiado bajo. Los problemas continuarían, y a los 10 días de salir al mercado, su cotización se vería suspendida por los reguladores. Esta decisión fue tomada después de que la compañía no enviara las cuentas de cierre del 2013 en el plazo establecido en el mercado. Por tanto, un comienzo con muchos baches pero que seguro que sin embargo y debido al futuro tan prometedor que tiene, no se puede augurar otro signo que no sea el éxito absoluto.

Una vez presentadas las cuentas del ejercicio 2013, se observa un capital del 28 % y una preocupante deuda del 72 %. En cuanto al capital admitido, se establece 613.000 €, lo que supone un 17 % de los fondos propios. Para velar por su liquidez, se confían los poderes a *Beka Finance, S.A.*, y para el asesoramiento a *Ernst & Young, S.L.*

SECUOYA GRUPO DE COMUNICACIÓN

Secuoya Grupo de Comunicación, S.A., es la compañía líder de un conjunto de ocho sociedades de servicios audiovisuales. En el año 2008, nace *Central Boadcaster Media, S.L.U.* consiguiendo contratos televisivos relevantes. En ese mismo año, se constituye Efecto Global, S.L.U. y Pulso Contenidos Informativos, S.L.U. En el año 2010, Secuoya acelera su expansión fundando B&S Ingeniería, Mantenimiento y Tecnología, S.L.U., especializado en servicios de consultoría; *Wikono, S.L.U.*, gestionando las noticias en exteriores; *Enminúscula, S.L.U.*, productora *low cost*. La última en constituirse en el 2011 es *DobleFilo Producciones, S.L.U.*, con la que se prevé llegar a ser una productora de referencia a nivel nacional. Destacable es la producción de la comedia de Antena 3 denominada 'Vive Cantando', que cuenta con el director de 'El Internado' y el guionista de 'Los Protegidos'. Como se puede apreciar, los clientes con los que cuenta Secuoya son los más prestigiosos a nivel nacional, incluyendo a *Atresmedia, Mediaset España, o RTVE.*

Secuoya divide la prestación de servicios en tres categorías. La primera de ellas, denominada 'Contenido' y destinada a la producción de material audiovisual para clientes. En el último año 2013, se ha creado más de 700 horas en 25 formatos de antena diferentes. Ha conseguido premios Goya, TP de Oro o Academia Española de TV para sus distintas producciones. En la segunda categoría, nos encontramos con los 'Servicios Audiovisuales' cubriendo cualquier tipo de necesidad de los clientes: Material técnico, postproducciones, equipos ENG, asesoría, mantenimiento técnico, etc. Para ello cuenta con 20 centros repartidos por toda la geografía española, que le permite llegar a cualquier punto. La tercera y última sección, es la de 'Comunicación y Marketing' dirigida al empleo de la tecnología en entornos digitales. En esta área, destaca actualmente el proyecto 'Canal Metro' destinado a generar contenidos informativos a través de una emisión continua los 365 días del año.

Su incorporación en el MAB se llevó a cabo en el año 2011, contando con un peso en el índice de 2.21 % por capitalización, y siendo tanto su proveedor de liquidez como su asesor registrado *GVC Gaesco Valores, S.A.* Desde su entrada, la cotización había sufrido una positiva estabilidad, pero en el año 2013 y, a pesar de mejorar sus resultados financieros, su caída ha sido brusca, alcanzando a principios de 2014 su mínimo histórico.

Los datos que reflejan sus cuentas anuales del ejercicio 2013 indican un capital del 10 % y una gran y alarmante deuda del 90 %, haciendo peligrar su futuro en el índice. El capital admitido a negociación representa el 100 % de los fondos propios, con 94.000 €. El accionista mayoritario de la compañía es Cardomana Servicios y Gestiones, S.L. con un 55 %, seguido del presidente ejecutivo de la entidad, Raúl Berdonés Montoya, con un 32,48 %, como participantes más relevantes.

SUAVITAS

Suavitas, S.A., sociedad compuesta por un grupo de clínicas estéticas especializadas en estética corporal, en dermocosmética y en depilación láser. Nace en 2003 en Valencia, con el único fin de desarrollar su actividad en la depilación láser. En 2007, se acomete la expansión por el territorio nacional con la apertura de clínicas en Barcelona, Madrid, Murcia y Zaragoza. En el año 2011, y ante la gran cantidad de clínicas abiertas en Valencia, deciden por temas de rentabilidad cerrar dos de sus clínicas. En 2012, para poder continuar con su expansión se incorpora al MAB con el fin de conseguir

notoriedad e imagen de marca, y poder captar más recursos para poder llevar a cabo su desarrollo estratégico.

Entre sus servicios, cuenta con diversidad de tratamientos, como la Mesoterapia, la Vibroterapia o la Presoterapia. También incluye recomendaciones dietéticas, todo ello orientado por médicos de la más alta profesionalidad. En el apartado de la depilación, cuenta con una de sus puntos fuertes que le hace diferenciarse del resto de la competencia. Y es que en sus 16 clínicas, posee el modelo de Láser Alejandrita que le permite realizar sesiones más cortas y menos dolorosas, debido a que la máquina tiene un disparador de 18mm de diámetro, siendo el más grande del mercado.

Incorporación al MAB en abril de 2012, contando con tan solo un peso en el índice del 0,02 % por capitalización, y siendo su proveedor de liquidez *Cortal Consors, S.A.* y su asesor registrado *Renta 4, S.A.* Sus pretensiones a largo plazo eran demasiado exigentes, por ejemplo se indicaba que iban a abrir 40 clínicas en el periodo 2007-2011 y finalmente solo se crearon 16, datos que no incluyen que se cerraron dos en Valencia. La auditoría realizada en 2012, mostraba como había partidas de saldos que no disponían de toda la información posible. Por ejemplo, en siete de las trece entidades financieras con las que tienen relaciones financieras no pudieron confirmar los saldos. Esto no eran buenas noticias para la empresa, y a falta de conocer estos saldos que supuestamente iban a mejorar los resultados, la situación financiera de la empresa era crítica. Entro a cotizar en el MAB con muchas dudas y, con la auditoría practicada, pronto se demostró que las cosas no iban tan bien como se prometía, y la cotización ha caído prácticamente hasta el 0. La empresa sigue confiando en su crecimiento por prestar un servicio muy demandado en la actualidad como es la depilación láser, pero sus cuentas muestran otra imagen y no hace presagiar un buen final en el mercado.

Analizando el ejercicio 2013, se demuestra la preocupante situación con un 37 % de capital y un 63 % de deuda. El capital admitido a negociación representa la totalidad de los fondos propios, con 4.050.000 €. El máximo y destacado accionista de la compañía es Atlas, S.L. con un 38,81 %, seguido por Grupo Inmobiliario Milimex, S.A. con un 17,60 %. El resto de participantes se reparten los demás títulos sin llegar en ningún caso a un representativo 10 %.

WORLD WIDE WEB IBERCOM

World Wide Web Ibercom, S.A., es un operador de telecomunicaciones implicado en la distribución de Internet, a un total de 14000 clientes. Desde su nacimiento en 1997, se propuso la captación de clientes Pyme para ofrecerles este sistema integral de telecomunicaciones. Cuenta con licencia de operador del CMT y con Data Center en San Sebastián de uso propio. En su expansión empresarial, adquirió entre 2002 y 2007 a las compañías de *Tiscali Telecomunicaciones*, *Balada Telecomunicaciones* y *LoopTelecom*. Para lograr ser el mayor proveedor de Pymes nacionales, trata de prestar servicios de alto rendimiento, con atención al cliente 24/7 (24 horas al día, 7 días a la semana, los 365 días del año), y con la consecución de un nuevo gran centro de datos ubicado en Madrid.

Ibercom no es un simple proveedor de Internet, ya que cuenta con los grandes centros de datos distanciados geográficamente de tal manera que permite llegar a cualquier punto. Dentro del territorio nacional, ofrece acceso a internet a través de ADSL, conexiones simétricas o radioenlaces. También ofrece recursos de telefonía en el mercado mayorista (operadores) y en cualquier tipo de empresa, haciendo uso de sus importantes contratos forjados con las compañías móviles de este país. El último servicio que presta es el de alojamiento web. Al contar con dos potentes centros de datos, *Ibercom* da la posibilidad a sus clientes de alojar sus propios servidores, compartirlos o alquilarlos.

Su incorporación al MAB en el año 2012, se formó en un periodo de decrecimiento en sus resultados. Esto llevo a su cotización a llevar un periodo de más de un año de estancamiento en su cotización, hasta que en el verano del 2013 sus números se invirtieron. Desde ese momento la compañía muestra crecimientos de sus resultados de más de un 100%, rentabilidades de un 75 % y su valor en el índice se ha multiplicado por nueve. Las empresas que desarrollan su actividad principalmente con Internet y servicios de telefonía, suelen tener incrementos en sus valores financieros bruscos como es el caso. Por ello, la compañía se muestra muy optimista pero sus números en cualquier momento podrían volver a caer, propiciando un nuevo estancamiento.

La gestión de su liquidez en todo este periodo ha correspondido a *Renta 4, S.A.* y el asesoramiento a *Norgestión, S.A.* A modo de análisis, nos centramos en las cuentas consolidadas del ejercicio 2013, mostrando un capital del 54 % y una deuda del 45 %.

El 6 % de los fondos propios, 499.000 €, son admitidos a cotización en el índice, siendo su mayor accionista José Eulalio Poza Sanz con un 50,52 %, miembro del Consejo administrativo de la entidad. Le sigue con un 31,69 % Norsis Creaciones, S.L., como mayores accionistas de la compañía.

ZINKIA

Zinkia Entertainment, S.A., es una productora de animación nacida a principios del siglo XXI, que cuenta con series del renombre de *Pocoyó* o *Shuriken School*. La primera de ellas comenzaría como una serie de televisión, convirtiéndose hoy en día en una marca reconocida a nivel internacional. Ha ganado premios de prestigio como el *Bafta* de la Academia Británica. *Shuriken School* es la otra gran serie forjada desde el inicio de la actividad empresarial, y que ha llevado al éxito a la compañía. Esta otra serie de animación, fue comprada en 2004 por *Nickelodeon*, el canal líder de animación en EE.UU.

En su proceso de expansión, se crean nuevas series como son *Mola Noguru* o *TheFishtailSaga*. Por si fuera poco, la compañía decide desarrollar los videojuegos de ‘*Hello, Pocoyó!*’ para *Nintendo DS* y el juego ‘*Play Chapas*’ para *PSP*. Se prevé formalizar también juegos para *X-BOX (Shuriken School)* y para *Wii (Pocoyo)*. Sus series comienzan a venderse en todo el mundo (Reino Unido, Canadá, Latinoamérica, Japón, China, entre otros). Además en el 2009 se firman licencias de juguetes con *Bandai* en China y con *Mattel* en Latinoamérica. Sus expectativas de crecimiento no tenían límites y su incorporación al MAB en 2009 fue inminente. Constituye un peso de 1,57 % por capitalización, siendo su proveedor de liquidez *Banesto Bolsa, S.A.* y su asesor registrado *DCM Asesores, S.L.*

A pesar de todos estos buenos resultados, a finales del año 2013 José María Castillejo presidente de la compañía Jomaca 98, poseedora del 64,7 % de Zinkia, se declara en concurso. Se intentó solventar el problema con una emisión de bonos, pero la CNMV advirtió de que la compañía no disponía de liquidez suficiente para devolver sus deudas en el corto plazo. Tras superar los tres meses de precurso que permite la ley para intentar restablecer la situación, la sociedad no ha logrado mejorar sus números y cuenta con una deuda de 11 millones de euros. La CNMV no le ha permitido emitir más bonos, y el MAB ha señalado que existe una desviación del 97 % en las estimaciones del beneficio. Con todo esto, Castillejo ha expulsado del consejo al resto de accionistas

de referencia y la situación de la productora es crítica. Su futuro en el MAB no está asegurado y el concurso de acreedores parece ser la única vía que contemplan las instituciones.

Sus cuentas anuales respectivas al ejercicio 2013 sacan a la luz una distribución del patrimonio conformada por un 63 % del capital y un 37 % de la deuda. El capital admitido a negociación corresponde a 2.446.000 €, un 25 % de los fondos propios.

6.2. RECOGIDA DE DATOS

Una vez estudiadas y valoradas, en la sección anterior, cada una de las 24 empresas que han pertenecido en algún momento al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), se procede a la búsqueda en SABI del conjunto de datos necesarios para llevar a cabo el análisis empírico.

El **Sistema de Análisis de Balances Ibéricos** (SABI) es una base de datos¹⁴, que permite obtener información detallada de cientos de miles de empresas españolas, a través de numerosos criterios de búsqueda (NIF, nombre de empresa, actividad, localización, datos financieros y bursátiles, etc.)

Nos permite obtener información para llevar a cabo el análisis tanto estadísticos como comparativos entre empresas, presentando balances, cuentas de resultados y gráficos. Gracias a la posibilidad de exportar los datos a los formatos más comunes (Excel, Dbase, Lotus...), permite constatar un seguimiento de la evolución financiera de las distintas empresas en función de sus competidores, y un análisis del entorno.

La base de datos tiene información financiera para 20 de las empresas que cotizan o han cotizado, descartando para su estudio a *INKEMIA IUCT GROUP, SA*, *BIONATURIS, SA*, *EBIOSS ENERGY, AD*, y *NEURON BIOPHARMA, SA* por falta de información. Por lo tanto, se analizan el resto de empresas existentes, comprobando su evolución financiera desde el año 1989 hasta el año 2013.

Previamente al análisis econométrico se da una visión del conjunto de empresas del MAB distinguiendo según la edad, el sector de actividad y la procedencia geográfica.

¹⁴Esta base de datos está disponible en la Universidad de León.

Edad

A continuación, se pretende examinar si las empresas que salen a cotizar al mercado son más maduras o, por el contrario, esta apuesta de incorporación se corresponde a empresas más jóvenes. Para ello, se presenta la siguiente tabla 1 que muestra la fecha de constitución y la edad de cada empresa en el momento de la incorporación:

Tabla 5.3: Edad de empresas en el momento del acceso al MAB.

Empresas	Fecha constitución	Fecha incorporación	Edad acceso MAB
INKEMIA IUCT GROUP, SA	04/10/2010	21/12/2012	2 años, 2 meses, 17 días
AB-BIOTICS, SA	23/04/2004	20/07/2010	6 años, 2 meses y 27 días
ALTIA CONSULTORES, SA	17/03/1994	01/12/2010	16 años, 8 meses y 23 días
BIONATURIS, SA	01/04/2005	26/01/2012	6 años, 9 meses y 25 días
BODACLICK, SA	14/03/2000	30/06/2010	10 años, 3 meses y 16 días
CARBURES EUROPE SA	15/05/2002	23/03/2012	9 años, 10 meses y 12 días
CATENON SA	04/02/2000	06/06/2011	11 años, 4 meses y 2 días
COMMCENTER SA	22/01/1988	30/12/2010	22 años, 11 meses y 8 días
EBOSS ENERGY, AD	07/01/2010	05/07/2013	3 años, 5 meses y 28 días
EUROESPES, SA	01/02/1991	16/02/2011	20 años y 15 días
EURONA WIRELESS TELECOM SA	18/03/2003	15/12/2010	7 años, 8 meses y 27 días
GRIÑO ECOLOGIC SA	09/06/2003	12/03/2010	8 años, 1 mes y 20 días
GRUPO NOSTRUM RNL, SA	21/04/1989	29/07/2011	21 años, 6 meses y 19 días
IMAGINARIUM SA	07/05/1992	01/12/2009	17 años, 1 mes y 24 días
LET'S GOWEX, SA	26/06/1999	06/07/2011	10 años, 8 meses y 13 días
LUMAR NATURAL SEAFOOD SA	13/01/2003	25/03/2010	8 años, 5 meses y 23 días
MEDCOM TECH, SA	23/05/2001	07/06/2010	8 años, 10 meses y 2 días
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA SA	22/02/2006	01/07/2010	4 años, 3 meses y 15 días
NEURON BIOPHARMA, SA	19/12/2005	10/11/2010	4 años, 6 meses y 12 días
NPG TECHNOLOGY SA	07/11/2001	22/04/2014	12 años, 5 meses y 15 días
SECUOYA, SA	11/12/2007	28/07/2011	3 años, 7 meses y 17 días
SUAVITAS SA	18/06/2003	12/04/2012	10 años, 9 meses y 24 días
WORLD WIDE WEB IBERCOM SA	12/11/1997	30/03/2012	14 años, 4 meses y 18 días
ZINKIA ENTERTAINMENT, SA	27/04/2000	15/07/2009	9 años, 2 meses y 18 días

Fuente: Jara y Palacín (2012) y Elaboración propia

Hay que destacar que del conjunto de 24 empresas mencionadas en la tabla anterior, el día 06/03/2014, dos de ellas (*GRUPO NOSTRUM RNL, SA* y *NEGOCIO & ESTILO DE VIDA, SA*) fueron excluidas del mercado por incumplimiento de los requisitos establecidos en circular. Ambas empresas llevan varios meses sin asesor registrado, por lo que no remiten información financiera al mercado y su exclusión ha sido inevitable. Hasta el

momento han sido las únicas empresas excluidas a lo largo de la existencia del mercado alternativo de renta variable, por lo que en la actualidad (julio 2014) conviven un total de 22 empresas.

Si bien, se espera que *Facephi biometría, S.A.* formalice su incorporación al MAB a lo largo del mes de julio de 2014. Esta compañía española, con sede en Alicante se especializa en el desarrollo y comercialización de software de biometría de reconocimiento facial. Por lo tanto dar la bienvenida a una nueva empresa joven e innovadora, con tan solo siete años de vida, y que cuenta con proyectos tecnológicos a futuro ilusionantes, que requerirán de una importante financiación.

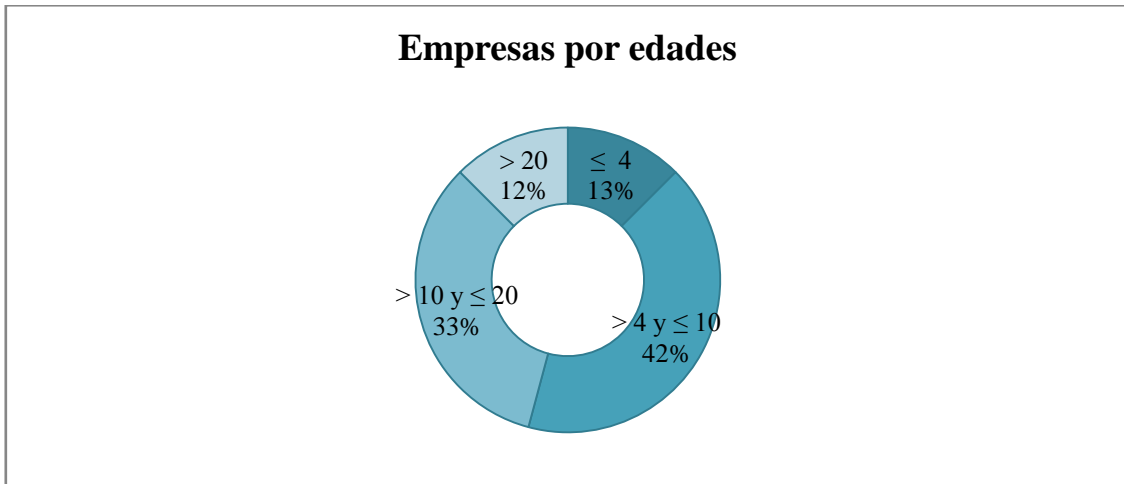
A fin de agrupar las empresas por los distintos tramos de edad, para ver las características que presentan en el momento de su incorporación. Se agrupan las empresas en cuatro diferentes tramos de edad y que son: i) *Infantes* (empresas menores de 4 años); ii) *Jóvenes* (empresas que tienen una edad superior a 4 e inferior a 10 años y están en plena fase de crecimiento); iii) *Mediana edad* (empresas entre 10 y 20 años); iv) *Maduras* (empresas con más de 20 años). Del estudio se desprende que las empresas jóvenes representan un 41,67 % del total, son las que más apuestan por dar el paso al mercado alternativo. El MAB está diseñado para financiar planes de expansión y, así, se demuestra con estas tablas y gráficas, que reflejan como las entidades en innovadoras y en expansión promueven su pronta incorporación al mercado.

Tabla 6.4: Porcentaje de empresas por edad.

	Edad	Nº Empresas	Porcentaje
Infantes	≤ 4	3	12,50%
Jóvenes	> 4 y ≤ 10	10	41,67%
Mediana edad	> 10 y ≤ 20	8	33,33%
Maduras	> 20	3	12,50%
	Total	24	100%

Fuente: Jaray Palacín (2012) y Elaboración propia

Figura 6.1: Empresas por edades.



Fuente: Jara y Palacín (2012) y Elaboración propia

Sector de actividad

En este apartado, se analizan los distintos sectores en los que desarrolla la actividad las empresas incorporadas al MAB a lo largo de estos años.

Tabla 6.5: Sector de actividad.

1NKEMIA IUCT GROUP, SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
AB-BIOTICS, SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
ALTIA CONSULTORES, SA	Electrónica y software
BIONATURIS, SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
BODACLICK, SA	Medios de comunicación y publicidad
CARBURES EUROPE SA	Aeroespacial
CATENON SA	Electrónica y software
COMMCENTER SA	Comercio
EBIOSS ENERGY, AD	Ingeniería y otros
EUROESPES, SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
EURONA WIRELESS TELECOM SA	Telecomunicaciones y otros
GRIÑO ECOLOGIC SA	Ingeniería y otros
GRUPO NOSTRUM RNL, SA	Medios de comunicación y publicidad
IMAGINARIUM SA	Telecomunicaciones y otros
LET'S GOWEX, SA	Comercio
LUMAR NATURAL SEAFOOD SA	Telecomunicaciones y otros
MEDCOM TECH, SA	Alimentación y bebidas
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
NEURON BIOPHARMA, SA	Medios comunicación y publicidad
NPG TECHNOLOGY SA	Productos farmacéuticos y biotecnológicos
SECUOYA, SA	Electrónica y software
SUAVITAS SA	Medios comunicación y publicidad
WORLD WIDE WEB IBERCOM SA	Otros servicios
ZINKIA ENTERTAINMENT, SA	Otros servicios

Fuente: Elaboración propia.

Se desea conocer cuáles son aquellos sectores que reclaman más una posible anexión al índice. Como se puede observar en la tabla 5, la clasificación que utiliza el mercado para distinguir entre las distintas ramas de actividad, se refiere a subsectores tales como comercio o productos farmacéuticos y biotecnológicos. Con esta división se evita colocar a las empresas en sectores más genéricos como consumo o telecomunicaciones, y así dar una visión más concreta con estos subgrupos.

El sector más destacado sobre el resto es el de productos farmacéuticos y biotecnológicos, con un total de 6 empresas (representan el 25 %). Esto demuestra el impulso que supone para las empresas innovadoras relacionadas con la rama de la biotecnología, incorporarse al mercado y poder financiar así sus proyectos de expansión. Estas empresas, debido al alto nivel de riesgo de sus proyectos de inversión tienen más dificultades de acceso a financiación que las empresas de sectores menos arriesgados. Otro de los sectores que destaca es el de medios de comunicación y publicidad con 4 empresas (16,67 %), un subsector muy dinámico y relacionado con las nuevas tecnologías, con un constante e imparable crecimiento.

Tabla 6.6: Porcentaje de empresas por sector.

Sector	Nº Empresa	Porcentaje
Productos farmacéuticos y biotecnológicos	6	25,00%
Medios de comunicación y publicidad	4	16,67%
Electrónica y software	3	12,50%
Telecomunicaciones y otros	3	12,50%
Comercio	2	8,33%
Ingeniería y otros	2	8,33%
Otros servicios	2	8,33%
Alimentación y bebidas	1	4,17%
Aeroespacial	1	4,17%
Total	24	100%

Fuente: Elaboración propia.

Zona de procedencia

Otra de las variables que interesa analizar es la procedencia geográfica de las empresas para descubrir las zonas que han sido más activas en el mercado alternativo bursátil. En la tabla 5 se observa una gran diferencia entre comunidades, destacando Madrid con un

total de 9 empresas (37,5 %). Por detrás, le sigue de lejos Cataluña y Galicia con 4 compañías cada una (16,67 %).

Este análisis nos permite sacar diversas conclusiones sobre la procedencia de las empresas del mercado alternativo bursátil. Hay que recordar que Cataluña, Galicia, Aragón y la Comunidad de Madrid, presentaban incentivos a la inversión en acciones que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB. Por lo tanto, en estas zonas se potenció la salida de empresas al índice mediante incentivos a los inversores y a las compañías¹⁵.

Llama la atención la presencia de varias compañías andaluzas, sin embargo, son numerosas las jornadas y coloquios que se organizan en esta comunidad autónoma a fin de promover la incorporación de sus empresas en el MAB. Se calcula que más de 300 compañías que podrían comenzar a cotizar en el MAB, como así indica Antonio Giralt, presidente del MAB, en el Diario de Cádiz.

Por otro lado, cabe señalar la empresa EBIOS ENERGY, AD, cuya procedencia se encuentra en Sofía (Bulgaria). Ésta es la primera entidad extranjera en cotizar en el MAB, una iniciativa que se espera que sea seguida por muchas otras entidades de fuera de España, al igual que ocurre con otros mercados alternativos extranjeros como el AIM londinense, el cual cuenta con una gran cantidad de empresas de fuera de Reino Unido.

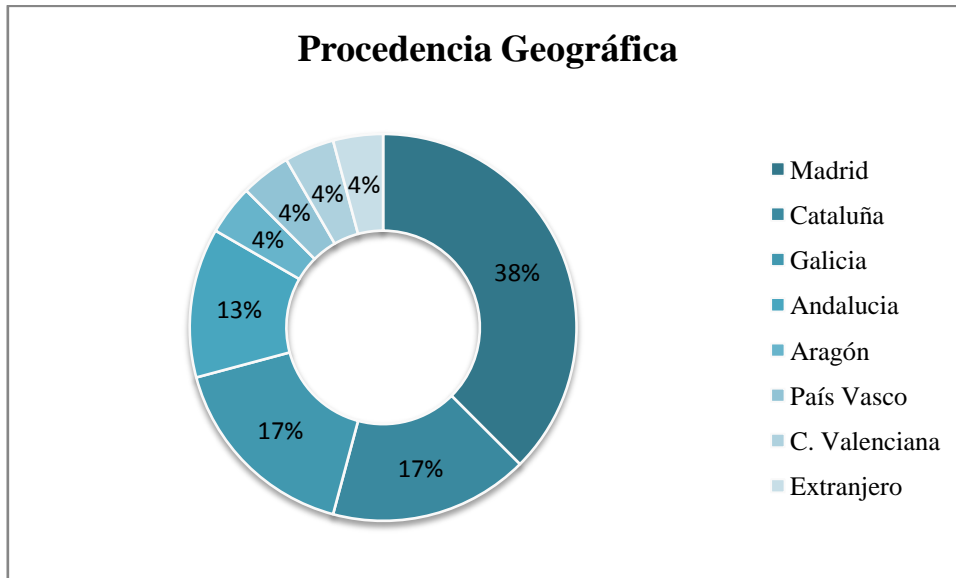
Tabla 6.7: Porcentaje de empresas según procedencia geográfica

CC. AA.	Nº Empresas	Porcentaje
Madrid	9	37,50%
Cataluña	4	16,67%
Galicia	4	16,67%
Andalucía	3	12,50%
Aragón	1	4,17%
País Vasco	1	4,17%
C. Valenciana	1	4,17%
Extranjero	1	4,17%
Total	24	100%

Fuente: Elaboración propia.

¹⁵ Deducciones a inversores recogidas en los boletines oficiales de cada una de las comunidades autónomas.

Figura 6.2: Empresas según procedencia geográfica.



Fuente: Elaboración propia.

6.3. METODOLOGÍA: REGRESIÓN MÚLTIPLE

Una vez descritas las características más relevantes de las empresas que cotizan en el MAB, se plantea analizar cuáles son los determinantes de los resultados de estas empresas.

Con el objetivo de analizar si existe relación entre una variable dependiente (Y) y una o más variables independientes (X_1, X_2, \dots) se debe postular una relación funcional entre las variables. Puesto que presenta una simplicidad analítica, la forma funcional que más se utiliza en la práctica es la **relación lineal**.

$$Y = a + b \cdot X$$

El modelo de regresión lineal de tipo **múltiple** es una generalización del modelo de regresión lineal simple cuya característica fundamental es que el número de variables independientes es mayor que uno. El objetivo perseguido es el mismo que en la regresión simple, predecir una variable dependiente en función de varias variables independientes, de modo que:

- La variable que se pretende predecir, toma el nombre de “variable dependiente” y ha de ser de tipo cuantitativo.
- Las variables utilizadas para elaborar dicha predicción, se llaman “variables independientes” y también han de ser cuantitativas o si son cualitativas, debemos buscar el modo de poder expresarlas mediante números (por ejemplo, convirtiéndolas en variables dicotómicas, o *dummies*, o en variables categóricas).

Para esto se va a analizar las relaciones de dependencia (causa-efecto) entre los valores de una única variable dependiente (aquella cuya variabilidad el investigador desea analizar) y las correspondientes a dos o más variables independientes (también denominadas variables predictoras o explicativas).

La expresión que se utiliza es la siguiente:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \dots + \beta_k \cdot X_k + \varepsilon$$

Partimos de una variable dependiente Y (o variable respuesta), cuyo valor pretendemos estimar, y de K variables independientes X_1, X_2, \dots, X_k (o variables explicativas).

Donde:

- \hat{Y} es el valor estimado de la variable dependiente.
- β son los coeficientes que acompañan a los diferentes valores que toman las variables independientes y determinan la proporción en la que la dependiente

varía en función suyo. Es importante destacar el valor de los signos que acompañan a dichos coeficientes:

- Si es +, significa que entre esa variable y la dependiente hay una relación positiva, es decir que si una aumenta la otra también y viceversa.
 - Si es -, la relación es inversa, negativa. Cuando una aumenta la otra disminuye y viceversa.
- ε es el error cometido en la regresión.

Se deben cumplir una serie de hipótesis:

- La relación es siempre lineal.
- Los errores tienen media igual a cero.
- Los errores tienen varianza constante.
- Los errores se distribuyen como un modelo normal.

En concreto en este trabajo se considera:

Como variables dependientes del *performance* de la empresa se utilizan distintas rentabilidades: la rentabilidad económica, RE (*return on assets, ROA*), definida como EBITDA, o EBIT, entre Activos Totales, y la rentabilidad financiera, RF, (*return on equity, ROE*), definida como Beneficio Neto entre Activos Totales:

- **EBITDA/AT**: es un indicador financiero que representa el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de gastos financieros entre el activo total. El objetivo de este indicador es obtener una imagen fiel de lo que la empresa está ganando o perdiendo en el núcleo de su negocio. Por ello, es muy utilizado en economía para conocer la capacidad de una empresa para generar beneficios teniendo en cuenta únicamente su actividad productiva.
- **EBIT/AT**: es un indicador financiero que representa el beneficio antes de intereses e impuestos dividido entre el activo total. Para ello toma como referencia el resultado de explotación sin tener en cuenta los gastos e ingresos

financieros, que dependerán de la financiación de cada empresa, ni tampoco tiene en cuenta los intereses como el caso del impuesto de sociedades.

- **BN/FP**: ratio que representa el beneficio neto de la empresa, después de considerar los gastos financieros y los impuestos, entre los fondos propios.

Las variables explicativas sobre las distintas empresas pertenecientes al mercado alternativo bursátil, son las que se detallan a continuación:

- **Activo Total (AT)**: son los bienes, derechos y otros recursos controlados económicamente por la empresa, resultantes de sucesos pasados de los que se espera obtener beneficios o rendimientos económicos en el futuro ¹⁶. Alternativamente, se mide el tamaño de la empresa considerando **el número de Empleados (EMP)**: representa cada uno de los trabajadores de una compañía, que llevará a cabo una tarea a cambio de un sueldo.
- **Endeudamiento (END)**: ratio de endeudamiento definido como pasivo fijo entre los activos totales. Se considera el logaritmo de la **Deuda Financiera (DF)**, conjunto de la deuda bancaria y los títulos emitidos a corto y a largo plazo por una empresa, sirviendo como principal medida del apalancamiento financiero. Alternativamente a la deuda financiera, se considera **Pasivo Fijo (PF)**, el conjunto de las deudas y obligaciones de una empresa con vencimiento superior a un año.
- **Edad de cotización (EDAD)**: número de años que lleva la empresa cotizando en el mercado alternativo bursátil (MAB).
- **Capital Suscrito (CS)**: es el capital efectivamente adquirido por los accionistas en caso de constitución de una empresa o ampliación de capital, haya sido o no desembolsado en ese momento.
- **Fondos Propios (FP)**: parte del pasivo que no corresponde a financiación externa, sino a los beneficios de la empresa y a las aportaciones de los socios. Su

¹⁶ Plan General de Contabilidad 2007.

cálculo se obtiene de la suma del resultado del ejercicio, el capital social y las reservas.

- **Gastos Financieros (GF)**: son el conjunto de gastos en los que incurre un sujeto por el hecho de financiarse de manera ajena, mediante la prestación de fondos por terceras personas.
- **Ingresos Financieros (IF)**: son el conjunto de ingresos originados de la gestión financiera de compra de acciones, títulos de renta fija o concesión de préstamos y créditos.
- **Pasivo Total (PT)**: comprende el conjunto de deudas y obligaciones de una empresa una vez incluidas las partidas de todos los vencimientos existentes.
- **PROP**: indica el porcentaje de propiedad en manos del mayor accionista de la empresa, con el objetivo de descubrir si la propiedad de la empresa se encuentra concentrada, o no, y reflejar el tipo de accionista mayoritario que la posee. Para poder incluir esta variable en el modelo de regresión lineal se han empleado variables “*dummy*” o variables ficticias, que toma el valor 1 cuando la empresa tiene la característica cualitativa correspondiente al tipo de accionista y cero en otro caso. Esto ha surgido por la exigencia de incluir variables cualitativas en un modelo de regresión. Las variables que componen nuestro estudio y que se asocian al tipo de propietario son las siguientes:
 - Entidades Financieras.
 - Inversores Institucionales.
 - Empresa Familiar.
 - Empresas no financieras.

Para evitar caer en la “trampa de las variables ficticias”, en las regresiones se dejará fuera una variable “*dummy*”, concretamente, no se incluye la variable *Empresas no financieras*.

En relación con la estructura de propiedad, se analiza la distribución de la propiedad para cada una de las empresas, indicando el tipo de accionista

mayoritario y la concentración de su propiedad. Siguiendo el trabajo de Faccio y Lang (2002) consideramos que una empresa tiene propiedad concentrada cuando el accionista mayoritario posee entre el 10-20% de la propiedad de una empresa.

La tabla 8 muestra el tipo de accionista mayoritario y la concentración de la propiedad para el año 2013¹⁷:

Tabla 6.8: Tipo de accionistas mayoritarios y concentración.

Empresas	% accionista mayoritario	Tipo accionista	Concentración
IMAGINARIUM SA	34,55	Financiera	muy concentrada
COMMCENTER SA	34,97	Empresa	muy concentrada
ALTIA CONSULTORES, SA	86,32	Empresa	muy concentrada
GRIÑO ECOLOGIC SA	93,92	Financiera	muy concentrada
LET'S GOWEX, SA	30,29	Familiar	muy concentrada
MEDCOM TECH, SA	50,62	Familiar	muy concentrada
NPG TECHNOLOGY SA	51	Financiera	muy concentrada
GRUPO NOSTRUM RNL, SA	24,41	Empresa	muy concentrada
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA SA	n.d. ¹⁸	Empresa	poco concentrada
BODACLICK, SA	27,53	Familiar	muy concentrada
LUMAR NATURAL SEAFOOD SA	22,77	Familiar	muy concentrada
ZINKIA ENTERTAINMENT, SA	64,71	Institucional	muy concentrada
EURONA WIRELESS TELECOM SA	4,5	Familiar	poco concentrada
CARBURES EUROPE SA.	56,94	Empresa	muy concentrada
WORLD WIDE WEB IBERCOM SA	35,55	Financiera	muy concentrada
SECUOYA, GRUPO DE COMUNICACION SA	55	Empresa	muy concentrada
CATENON SA	36,3	Familiar	muy concentrada
EUROESPES, SA	23,8	Financiera	muy concentrada
AB-BIOTICS, SA	14,02	Familiar	poco concentrada
SUAVITAS SA	44,43	Institucional	muy concentrada

Fuente: Elaboración propia

¹⁷ Se considera el porcentaje de propiedad y el tipo de accionista en el año 2013, dado que se aproxima al valor medio para cada una de las empresas, no observándose diferencias significativas entre estos valores y los años anteriores en los que hay disponibilidad de datos. Dada la dificultad de obtener información para cada año, se asume que no ha habido variaciones significativas desde su salida a bolsa. En el ANEXO 6 se presentan los resultados considerando la información de propiedad disponible con las variaciones anuales.

¹⁸ No disponible.

- **Sector de Actividad:** se procede a dividir las actividades en subsectores como ya fue analizado anteriormente. Nuevamente se aplica la técnica de variables “*dummy*” o ficticias. En nuestro análisis cada *dummy* se corresponde con un sector, como se detalla a continuación:

- Alimentación y bebidas.
- Aeroespacial.
- Comercio.
- Electrónica y software.
- Ingeniería y otros.
- Medios de comunicación y publicidad.
- Productos farmacéuticos y biotecnológicos.
- Telecomunicaciones y otros.

En este caso, la variable “*dummy*” que se deja fuera para el estudio corresponde al subsector otros servicios. Una vez, recogidas las distintas variables, se procede a la obtención de los primeros datos significativos como medias, medianas, mínimos y máximos para cada una de las variables.

En el ANEXO 1 se puede observar la tabla de estadísticos obtenida para los diferentes números de observaciones, según los datos recogidos en SABI. En promedio, se aprecia que las empresas del MAB tienen un volumen de activos de 10.354.000 €, una media de empleados de 82,88. En cuanto a la propiedad, las empresas están representadas como mayor accionista por una empresa familiar en un 31,58 %, por una entidad financiera en un 20 % y por inversores institucionales en un 10,53 % de media.

Para llevar a cabo el contraste empírico sobre los determinantes de los resultados empresariales de las compañías del MAB, se empleará el software **Stata**.

Stata es un paquete de software estadístico creado por la compañía *StataCorp* en 1985. Entre sus variadas funciones encontramos el análisis estadístico, las simulaciones, el trazado de gráficos y la gestión de datos. Por tanto, su utilidad en economía, ciencias políticas o biomedicina, entre otras ramas de actividad, es muy relevante.

El **Stata** ha sido el software estadístico elegido para nuestro análisis por su exactitud y rapidez en el cálculo de datos panel. La muestra objeto de estudio, corresponde a la

combinación de una dimensión temporal con una transversal, de ahí el modelo utilizado de datos panel.

6.4. RESULTADOS REGRESIÓN MÚLTIPLE (DATOS PANEL)

A continuación, se muestran los resultados obtenidos al analizar los determinantes de los resultados de las empresas del MAB. Se toma como variable dependiente los indicadores financieros de *performance* (EBITDA/AT, EBIT/AT y BN/FP), y durante varios pasos se van incluyendo distintas variables independientes que formen el modelo de datos panel.

Para optimizar el estudio econométrico, ha sido necesario retardar las variables explicativas un año y tomar logaritmos (en el caso de la variable activos totales y edad de cotización de la empresa) a fin de ajustar el modelo a una perspectiva más explicativa y representativa. Asimismo, se han incluido el retardo de la variable dependiente, dependiendo del modelo será el EBITDA/AT, el EBIT/AT o el BN/FP. De manera que los resultados empresariales de un año serán explicados por la información económico-financiera de las empresas al final del año anterior. El número de observaciones con el que cuenta el análisis es de 176 (por empresa y año). Se controla también por los efectos fijos de sector de actividad y año. En todos los modelos se aplican efectos aleatorios, de acuerdo con los resultados de aplicar el *test de Hausman*.

Tabla 6.9: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (I).

VARIABLES	(1) EBITDA/AT	(2) EBITDA/AT	(3) EBITDA/AT	(4) EBITDA/AT	(5) EBITDA/AT
EBITDA/TA ₋₁	0,2139*** (2,85)	0,1813** (2,26)	0,1898** (2,39)	0,1728** (2,13)	0,1563* (1,82)
AT ₋₁	-0,0025 (-0,26)	-0,0094 (-0,95)	-0,0114 (-1,17)	-0,0129 (-1,20)	-0,0129 (-1,03)
END ₋₁	0,0272 (0,46)	0,0031 (0,05)	0,0097 (0,16)	-0,0083 (-0,13)	-0,0258 (-0,39)
PROP ₋₁		0,3116*** (4,24)	0,3002*** (4,12)	0,3561*** (4,02)	0,1404** (2,03)
EDAD ₋₁			0,1351** (2,04)	0,1295* (1,92)	0,3480*** (3,21)
Entidades Financieras				0,0359 (0,89)	0,1664 (0,70)
Inversor Institucional				-0,1282** (-2,46)	-0,0980 (-0,48)
Familiar				0,0328 (0,99)	-0,0161 (-0,23)
Entidades Financieras x PROP					-0,4115 (-0,52)
Inversores Institucionales x PROP					-0,0683 (-0,19)
Familiar x PROP					0,1990 (1,20)
Alimentación y bebidas	-0,0542 (-1,16)	-0,1417** (-2,49)	-0,1316** (-2,33)	-0,1375** (-2,39)	-0,1432** (-2,47)
Aeroespacial	-0,0481 (-0,97)	-0,0221 (-0,43)	-0,0177 (-0,35)	-0,0372 (-0,67)	-0,0448 (-0,74)
Comercio	0,0839** (2,26)	0,0728* (1,74)	0,0725* (1,76)	0,0537 (1,16)	0,0500 (0,93)
Electrónica y software	0,0266 (0,81)	-0,0918* (-1,82)	-0,0838* (-1,68)	-0,1094** (-1,98)	-0,1269** (-2,07)
Ingeniería y otros	-0,0357 (-0,68)	-0,2315*** (-3,07)	-0,2091*** (-2,78)	-0,2747*** (-2,81)	-0,0281 (-0,06)
Medios común. y publicidad	0,0022 (0,06)	-0,0068 (-0,17)	-0,0022 (-0,06)	-0,0082 (-0,21)	-0,0230 (-0,55)
Otros servicios	-0,0256 (-0,64)	-0,1167** (-2,26)	-0,1208** (-2,36)		
Pdts farma. y biotecnol.	-0,0147 (-0,45)	-0,0155 (-0,40)	-0,0136 (-0,36)	-0,0403 (-0,88)	-0,0805 (-1,37)
Constante	0,0467 (0,49)	0,0146 (0,15)	0,0319 (0,33)	0,0256 (0,24)	0,0469 (0,34)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Wald Chi2	81,32	112,97	120,02	120,54	121,44

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

En la tabla 9, en el modelo 1 se tiene en cuenta el *performance* (EBITDA/AT) del año anterior, el activo total, el ratio de endeudamiento y el sector de actividad.

- El *performance* año anterior (EBITDA/AT): resulta positivo y estadísticamente significativo (muestra un nivel de significación inferior a 1 %). Su signo positivo

nos indica como el mayor *performance* del año anterior, incrementan el *performance* de la empresa.

- El activo total (AT): no resulta estadísticamente significativo, por lo que no permite extraer conclusiones sobre su relación con la variable dependiente.
- El ratio de endeudamiento (END): tiene también un efecto positivo, pero no es estadísticamente significativo, por lo que no permite extraer conclusiones sobre su relación con la variable dependiente.
- Sector de Actividad: el análisis de los sectores de actividad muestra que las empresas dedicadas al comercio logran mayores *performance* (signo positivo y estadísticamente significativo).

Con todo ello el modelo (2) obtenido se representa de la siguiente forma:

$$\text{EBITDA/AT} = 0,05 + 0,21 * \text{EBITDA/AT}_{-1} + 0,08 * \text{Comercio}$$

En la tabla 9, en el modelo 2 se incluye como variable independiente la estructura de propiedad (PROP).

- El *performance* año anterior (EBITDA/AT): resulta positivo y estadísticamente significativo (muestra un nivel de significación inferior a 1 %). Su signo positivo nos indica como el mayor *performance* del año anterior, incrementan el *performance* de la empresa.
- El activo total (AT): no resulta estadísticamente significativo, por lo que no permite extraer conclusiones sobre su relación con la variable dependiente.
- El ratio de endeudamiento (END): tiene también un efecto positivo, pero no es estadísticamente significativo, por lo que no permite extraer conclusiones sobre su relación con la variable dependiente.

- El porcentaje de propiedad accionista mayoritario (OWNER): muestra una significación menor al 1 %. Su signo positivo indica como las empresas con una propiedad más concentrada, es decir, sus acciones están en posesión de menos individuos o instituciones, provoca unos beneficios mayores para la empresa. Los intereses y objetivos de sus propietarios son más reducidos e invariables, y eso dará una estabilidad a la compañía que le permite incrementar sus beneficios, así como reducir los posibles conflictos de agencia entre directivos y accionistas minoritarios, pues la presencia de grandes accionistas actúa como mecanismo de control corporativo interno.
- Sector de Actividad: el análisis de los sectores de actividad muestra como las empresas dedicadas al comercio logran unos mejores beneficios (signo positivo y estadísticamente significativo), mientras que las empresas del sector de alimentación y bebidas, electrónica y software, ingeniería y otros servicios tienen menor *performance* (signo negativo y estadísticamente significativo).

Con todo ello el modelo (2) obtenido se representa de la siguiente forma:

$$\text{EBITDA/AT} = -0,02 + 0,18 * \text{EBITDA/AT}_{-1} + 0,31 * \text{PROP}_{-1} - 0,13 * \text{Alimentación} + 0,07 * \text{Comercio} - 0,09 * \text{Electrónica} - 0,23 * \text{Ingeniería} - 0,12 * \text{Otros servicios}$$

En el modelo 3, se incluye la variable edad de cotización de la empresa en el MAB (EDAD). Con esta nueva inclusión el modelo es similar al presentado anteriormente, siendo la nueva variable positiva y estadísticamente significativa. Empresas con mayor experiencia en el MAB tendrán mayor *performance*.

El modelo (3) resultante en este segundo caso es el siguiente:

$$\text{EBITDA/AT} = -0,03 + 0,19 * \text{EBITDA/AT}_{-1} + 0,30 * \text{PROP}_{-1} + 0,14 * \text{EDAD}_{-1} - 0,13 * \text{Alimentación} + 0,07 * \text{Comercio} - 0,08 * \text{Electrónica} - 0,21 * \text{Ingeniería} - 0,12 * \text{Otros servicios}$$

En el modelo 4 de la tabla 9, las variables incluidas se corresponden con la tipología de los accionistas mayoritarios de las compañías (*entidades financieras, inversores institucionales, empresas familiares y empresas no financieras*). El *performance* del ejercicio anterior muestra un efecto positivo y estadísticamente significativo, como en los modelos anteriores; el porcentaje de propiedad muestra resultados similares a los presentados; la edad de cotización en alma mantiene el signo positivo; y, en el caso de los sectores de actividad, resultan estadísticamente significativos la alimentación y bebidas, electrónica y software e la ingeniería (con un efecto negativo).

La nueva variable incluida sobre el tipo de accionista, muestra que es estadísticamente significativa la variable inversores institucionales. Las empresas cuyo máximo accionista es un inversor institucional, es significativo por debajo de 0,05 y signo negativo. Este resultado resulta contrario a los argumentos de la teoría de agencia, de que los inversores institucionales ejercen mayor control sobre los directivos y sus empresas obtienen mayor *performance* que las poseídas por otros accionistas.

El modelo de regresión (4) se representa de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} \text{EBITDA/AT} = & -0,03 + 0,17 * \text{EBITDA/AT}_{-1} + 0,36 * \text{PROP}_{-1} + 0,13 * \text{EDAD}_{-1} - \\ & 0,13 * \text{Inversor Institucional} - 0,14 * \text{Alimentación} - 0,11 * \text{Electrónica} - \\ & 0,28 * \text{Ingeniería} \end{aligned}$$

En el modelo 5 se produce la inclusión de la variable que multiplica el porcentaje de propiedad (PROP) por los distintos tipos de accionistas mayoritarios. El *performance* del ejercicio anterior muestra el mismo signo y misma significación ($p < 0,01$) que en los modelos anteriores; la edad de cotización en el MAB sigue teniendo un efecto positivo y estadísticamente significativos, los sectores de actividad, sólo resulta estadísticamente significativo el comercio (signo positivo). En comparación con el modelo 4, recordar que no se incluye en el estudio la propiedad, ni el tipo de accionista mayoritario, sino que se indexa una nueva variable que resulta de multiplicar ambas.

Este modelo (5) no ha proporcionado los resultados esperados, siendo definidos de la siguiente manera:

$$\text{EBITDA/AT} = 0,06 + 0,28 * \text{EBITDA/AT}_{-1} + 0,14 * \text{EDAD}_{-1} + 0,11 * \text{Comercio}$$

Tabla 6.10: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (II).

VARIABLES	(1) EBITDA/AT	(2) EBITDA/AT	(3) EBITDA/AT	(4) EBITDA/AT	(5) EBITDA/AT
CRISIS	-0,0503** (-2,13)	-0,0631*** (-2,96)	-0,0661*** (-3,06)	-0,0623*** (-2,68)	-0,0534** (-2,10)
EBITDA/TA ₋₁	0,1447** (1,98)	0,1881** (2,48)	0,1931** (2,54)	0,1770** (2,29)	0,1668** (2,06)
AT ₋₁	-0,0065 (-0,65)	-0,0079 (-0,86)	-0,0096 (-1,02)	-0,0125 (-1,23)	-0,0154 (-1,37)
END ₋₁	0,0166 (0,26)	0,0026 (0,04)	0,0046 (0,08)	-0,0100 (-0,16)	-0,0281 (-0,43)
PROP ₋₁		0,3015*** (4,16)	0,2975*** (4,09)	0,3527*** (4,07)	0,3111*** (2,94)
EDAD ₋₁			0,0482 (0,88)	0,0497 (0,90)	0,0562 (1,00)
Entidades Financieras				0,0485 (1,22)	0,0570 (0,25)
Inversor Institucional				-0,1245** (-2,43)	-0,1796 (-0,91)
Familiar				0,0282 (0,89)	-0,0353 (-0,52)
Entidades Financieras x PROP					-0,0064 (-0,01)
Inversores Institucionales x PROP					0,0924 (0,27)
Familiar x PROP					0,1948 (1,17)
Alimentación y bebidas	-0,0341 (-0,32)	-0,1375** (-2,45)	-0,1345** (-2,39)	-0,1426** (-2,50)	-0,1434** (-2,48)
Aeroespacial	-0,0207 (-0,19)	-0,0193 (-0,38)	-0,0152 (-0,29)	-0,0306 (-0,55)	-0,0242 (-0,41)
Comercio	0,1171 (1,37)	0,0785* (1,92)	0,0797* (1,95)	0,0541 (1,16)	0,0420 (0,79)
Electrónica y software	0,0470 (0,62)	-0,0865* (-1,73)	-0,0836* (-1,67)	-0,1072** (-1,96)	-0,1072** (-1,78)
Ingeniería y otros	-0,0099 (-0,09)	-0,2229*** (-3,02)	-0,2133*** (-2,86)	-0,2889*** (-3,02)	-0,2767 (-0,59)
Medios común. y publicidad	0,0545 (0,73)	0,0010 (0,02)	0,0027 (0,07)	0,0002 (0,01)	-0,0085 (-0,21)
Otros servicios	-0,0151 (-0,17)	-0,1133** (-2,25)	-0,1156** (-2,29)		
Pdts farma. y biotecnol.	0,0120 (0,16)	-0,0071 (-0,19)	-0,0066 (-0,17)	-0,0393 (-0,85)	-0,0595 (-1,01)
Constante	0,1231 (1,29)	0,0755 (0,94)	0,0883 (1,08)	0,0922 (1,06)	0,1421 (1,31)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	NO	NO	NO	NO	NO
Wald Chi2	21,17	89,26	89,90	91,27	91,64

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

En la tabla 10, se incluye la variable crisis (CRISIS), variable “*dummy*”, que toma el valor 1 después de 2008 y cero en otro caso. Se observa que en todos los modelos la variable crisis tiene un efecto negativo y estadísticamente significativo, indicando que las empresas que cotizan en el MAB hacen frente a mayores dificultades tras la crisis financiera internacional, reflejándose dicho efecto negativo en su *performance*. El resto de variables muestran resultados similares a los presentados en los modelos anteriores.

Análisis de Robustez

Como análisis de robustez de los resultados presentados anteriormente, en el ANEXO 2 y siguientes, se presentan las tablas relativas al análisis de regresión con datos panel considerando como variables dependientes el EBIT/AT y el BN/AT. Los resultados son similares a los presentados en este apartado. Asimismo, en ANEXO 6 se representa los resultados del estudio considerando las variables anuales de propiedad y tipo de propietario, Como se observa no existen diferencias relevantes, aun cuando el número de observaciones se reduce a 50. Teniendo en cuenta estos resultados y que no existen diferencias significativas entre los distintos años se ha optado por presentar los resultados asumiendo que la propiedad no varía sustancialmente, siendo dicha disponibilidad de información una limitación de este estudio.

7. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo es analizar el Mercado Alternativo Bursátil español (MAB). Se ha podido verificar a lo largo del estudio como el MAB es una alternativa para las pequeñas y medianas empresas en su objetivo de obtener financiación. El MAB proporciona financiación que ayuda a empresas con un alto potencial tecnológico a impulsar proyectos de innovación, financiación que en estos años no puede ser conseguida por otras vías.

El análisis empírico proporciona una visión de la importancia para las pequeñas empresas de poder pertenecer a este mercado. Los resultados del análisis llevado a cabo para 20 de sus empresas en el periodo 1989-2013, muestran cómo las empresas con mayor *performance* en ejercicios anteriores obtienen mayores *performance* empresariales. En cuanto a su estructura de propiedad, se observa que aquellas empresas

con estructuras de propiedad más concentradas, es decir, cuyas acciones están en poder de menos accionistas, muestran unos beneficios más elevados. Una mayor concentración de la propiedad aumenta el control directivo, permitiendo mayor alineación de intereses entre directivos y accionistas, proporcionando mayor estabilidad a la compañía y reduciendo los posibles costes de agencia. Cuanto mayor es el tiempo que la empresa lleva cotizando en el MAB, mayor es su *performance*. Así mismo, el sector en el que la empresa desarrolla su actividad es un factor determinante de sus beneficios empresariales. Los resultados muestran que empresas dedicadas al comercio obtienen beneficios más elevados y, en cambio, las dedicadas a la alimentación y bebidas, electrónica y software, ingeniería y otros servicios obtienen menores beneficios. Por todo ello, los resultados obtenidos permiten proporcionar a las empresas que quieran acceder al MAB información de, cómo sus características de estructura de propiedad y financieras pueden influir en sus beneficios.

El mercado se encuentra en la fase inicial de un gran proyecto a futuro. Cada vez más empresas se interesan por su incorporación al índice, logrando con ello además de financiación, liquidez para sus inversores y notoriedad y prestigio de marca. El objetivo principal del MAB, será parecerse a los diferentes mercados alternativos mundiales como el *AIM* o *Alternex*, y para ello será necesaria la incorporación continua de empresas tanto españolas como extranjeras.

En relación con este objetivo de anexión de nuevas empresas, destacar una próxima incorporación al MAB, *Facephi biometría, S.A.* formalizará su incorporación a dicho mercado a lo largo del mes de julio de 2014. Esta compañía española, con sede en Alicante se especializa en el desarrollo y comercialización de software de biometría de reconocimiento facial. Por lo tanto, dar la bienvenida a una nueva empresa joven e innovadora, con tan solo siete años de vida, y que cuenta con proyectos tecnológicos a futuro ilusionantes, que requerirán de una importante financiación.

Por lo tanto, recomendar a las pequeñas y medianas empresas que cumplan con los requisitos establecidos y consideren la incorporación al Mercado Alternativo Bursátil español como una alternativa de financiación. El MAB necesita un impulso para fortalecerse y mostrarse como una opción de futuro, y ese impulso llegará con la incorporación de nuevas empresas tanto nacionales como extranjeras. Además, será necesaria la aparición de nuevos inversores y de la implicación de las Administraciones

Públicas incentivando la incorporación al índice. El MAB se presenta como un desconocido, por lo que su estudio y valoración resulta esencial para su futuro, además de un fuerte estímulo publicitario para poder llegar a todo el territorio nacional y mostrarse como referencia internacional de mercado alternativo.

BIBLIOGRAFÍA

Alonso, M. y otros (2010). *El Mercado Alternativo Bursátil: Alternativa de financiación para empresas en crecimiento*. Madrid: Auren.

Álvarez, S. (2013). El efecto de la cotización bursátil sobre el nivel de empleo. *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, 1-13.

Cano, D. (2008). El AIM británico y el Alternex francés como referencias para el MAB EE español. *Análisis Financiero Internacional*, 132, 21-29.

Cano, D., García, A. y Guardado, M. (2008). MAB: Impulso al tejido económico y productivo español. *Revista de Bolsa y Mercados Españoles*, 18-28.

Carro, D. y Soler, L. (2009). El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación. *Estrategia Financiera*, 263, 58-62.

Carro, D. y Veloso, P. (2010). *El mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión*. La Coruña: Colección Pocket Innova, Netbiblo.

Castilla, M. y otros (2009). *El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa española*. Granada: Universidad de Granada, PriceWaterhouseCoopers, Instituto de la Empresa Familiar.

Confidencial. (2014). *Zinkia, creadora de Pocoyo, declarada en concurso de acreedores*. Recuperado de http://www.elconfidencial.com/mercados/2014-04-16/zinkia-creadora-de-pocoyo-declarada-en-concurso-de-acreedores_117517/

Crespo, J.L. y García, A. (2007). Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados. *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, 22-27.

Diario de Cádiz. (2014). Andalucía tiene 300 empresas que podrían empezar a cotizar en el MAB. Recuperado de <http://www.eldiariodecadiz.es/article/economia/>

886259/tiene/empresas/podrían/empezar/cotizar/mabquot.html

Espenlaub, S. Khurshed, A. y Mohamed, A. (2012). IPO survival in a reputational market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (3), 427-463.

Europapress. (2014). *Fedeme y el Club de Directivos Andalucía informan a empresas sobre las alternativas a la financiación bancaria*. Recuperado de <http://www.europapress.es/andalucia/sevilla-00357/noticia-fedeme-club-directivos-andalucia-informan-empresas-alternativas-financiacion-bancaria-20140617191726.html>

Expansión. (2014). *El MAB suspende la cotización de NPG Technology y Lumar Natural Seafood*. Recuperado de <http://www.expansion.com/agencia/efe/2014/05/02/19486721.html>

Expansión. (2014). *Gowex, suspendida en Bolsa*. Recuperado de <http://www.expansion.com/2014/07/03/mercados/1404371441.html>

Expansión. (2014). *Facephi comenzará a cotizar en el MAB el próximo 1 de julio*. Recuperado de <http://www.expansion.com/2014/06/27/mercados/1403863822.html>

Faccio, M. y Lang, L.H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.

Gananzia. (2014). *Sobre la caída de Bodaclick, la startup de los “niños bien”*. Recuperado de <http://gananzia.com/sobre-la-caida-de-bodaclick-la-startup-de-los-ninos-bien>

García, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes. *Revista española de capital riesgo*, 1/2010, 81-86.

Gerakos, J., Lang, M., y Maffett, M. (2013). Post-Listing Performance and Private Sector Regulation: The Experience of London's Alternative Investment Market. *Journal of Accounting and Economics*, doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.08.004.

Giralt, A. (2006). MAB: Mercado Alternativo Bursátil. Un mercado para valores que requieren un tratamiento singularizado. *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, 18, 3-8.

Giralt, A. y González, J. (2012). Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB. *Papeles de la Fundación, Fundación de Estudios Financieros*, 45, 235-255.

Hausman, J.A. (1978). Specification test in econometrics. *Econometrica*. 46, 1251-1271.

Hausman, J. and McFadden, C. (1984). Specification test in econometrics. *Econometrica*, 52, 1219-1240.

Inbestia. (2014). *Suávitás confirma el desastre anunciado hace meses en sus cuentas de 2012*. Recuperado de <http://inbestia.com/blogs/post/suavitas-confirma-el-desastre-anunciado-hace-meses-en-sus-cuentas-de-2012>

Jara, E. M^a. y Palacín, M^a. J. (2012) ¿Cómo es el Mercado Alternativo Bursátil en España? *Revista Bolsa*, Tercer Trimestre de 2012, 64-70.

Mabia. (2014). *Todos sabemos que los mercados tienen momentos en que las ventanas están abiertas...y en este momento lo están*. Recuperado de <http://www.mabia.es/blog/todos-sabemos-que-los-mercados-tienen-momentos-en-que-las-ventanas-estan-abiertas-y-en-este-momento-lo-estan/>

Nuño, G. (2012). Una oportunidad de negocio para las entidades financieras. *Revista Bolsa*, Segundo Trimestre de 2012, 192, 64-66.

Palacín, M^a. J. y Pérez, C (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? *Estrategia Financiera*, 263, 48-57.

Región. (2014). *Euroespes destituye a Ramón Cacabelos como presidente*. Recuperado de <http://www.laregion.es/articulo/sociedad/euroespes-destituye-ramon-cacabelos-presidente/20130512074044006375.html>

Sánchez, J. R. (2008). El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las Pymes. *Estrategia Financiera*, 251, 64-68.

Vismara, S., Paleari, S. y Ritter, J.R. (2012). Europe's second markets for small companies. *European Financial Management*, 18 (3), 352-388.

ANEXO**Anexo 1: Estadísticos financieros**

TABLA ESTADÍSTICOS	EBIT	EBITDA	REJER	AT	FP	EMP	DF
media	564,90	949,86	246,15	10354	4454,88	82,88	1840,79
máximo	9118,11	12301,36	4670,21	58731,3	30306,99	606	15273
mínimo	-4341	-4162	-3828	21,73	-2642	1	3,43
mediana	151,54	377,07	104,38	5618,07	1581,76	39	994,11
desv.típica	1551,17	1972,37	1018,29	12533,7	6561,38	124,21	2493,44
número de observaciones	229	229	230	230	230	207	207

TABLA ESTADÍSTICOS	PF	EDAD	CS	GF	IF	PT
media	2117,59	0,18	891,46	272,79	72,27	10354
máximo	247418,96	4	14677,09	4709,01	2017,04	58731,3
mínimo	1,20	0	3,01	0,002	0	21,73
mediana	712,62	0	324	59,88	0,12,24	5618,07
desv.típica	3744,54	0,63	1761,36	658,28	199,32	12533,7
número de observaciones	201	500	230	226	221	230

TABLA ESTADÍSTICOS	PROP	Entidad Financiera	Inversor Institucional	Empresa Familiar	Empresas no Financieras
media	41,48%	20%	10,53%	31,58%	36,84%
máximo	93,92%	100%	100%	100%	100%
mínimo	4,5%	0	0	0	0
mediana	34,97%	0	0	0	0
desv.típica	23,45%	40,04%	30,72%	46,53%	48,28%
número de observaciones	425	425	425		425

TABLA ESTADÍSTICOS	Prop. Ent. Financiera	Prop. Inv. Institucional	Prop. Emp. Familiar	Prop. Emp. No Financiera
media	8,96%	6,42%	9,16%	16,94%
máximo	93,92%	64,71%	50,62%	86,32%
mínimo	0	0	0	0
mediana	0	0	0	0
desv.típica	23,31%	23,31%	15,25%	26,12%
número de observaciones	425	500	475	475

Anexo2: Determinantes de los resultados empresariales (EBIT/AT) de las compañías del MAB (I).

VARIABLES	(1) EBIT/AT	(2) EBIT/AT	(3) EBIT/AT	(4) EBIT/AT	(5) EBIT/AT
EBIT/TA ₋₁	0,2035*** (2,64)	0,1503* (1,81)	0,1621** (1,97)	0,1471* (1,76)	0,1337 (1,52)
AT ₋₁	-0,0042 (-0,43)	-0,0104 (-1,07)	-0,0126 (-1,30)	-0,0117 (-1,10)	-0,0122 (-0,98)
END ₋₁	0,0127 (0,21)	-0,0141 (-0,24)	-0,0064 (-0,11)	-0,0258 (-0,41)	-0,0436 (-0,66)
PROP ₋₁		0,3529*** (4,76)	0,3398*** (4,64)	0,3875*** (4,36)	0,3742*** (3,47)
AGE ₋₁			0,1418** (2,17)	0,1320** (1,98)	0,1419** (2,07)
Entidades Financieras				0,0168 (0,43)	0,1238 (0,53)
Inversor Institucional				-0,1578*** (-3,03)	-0,1401 (-0,69)
Familiar				0,0340 (1,04)	-0,0165 (-0,24)
Entidades Financieras x PROP					-0,3351 (-0,43)
Inversores Institucionales x PROP					-0,0449 (-0,13)
Familiar x PROP					0,1947 (1,19)
Alimentación y bebidas	-0,0169 (-0,36)	-0,1265** (-2,25)	-0,1161** (-2,09)	-0,1160** (-2,05)	-0,1204** (-2,10)
Aeroespacial	0,0019 (0,04)	0,0180 (0,35)	0,0221 (0,44)	0,0010 (0,02)	-0,0032 (-0,05)
Comercio	0,1116*** (2,98)	0,0883** (2,12)	0,0876** (2,14)	0,0794* (1,72)	0,0746 (1,41)
Electrónica y software	0,0724** (2,17)	-0,0701 (-1,41)	-0,0619 (-1,26)	-0,0846 (-1,56)	-0,0986 (-1,63)
Ingeniería y otros	0,0151 (0,29)	-0,2203*** (-2,96)	-0,1964*** (-2,65)	-0,2395*** (-2,51)	-0,0365 (-0,07)
Medios común. y publicidad	0,0528 (1,52)	0,0343 (0,88)	0,0386 (1,00)	0,0310 (0,79)	0,0181 (0,44)
Otros servicios	-0,0328 (-0,81)	-0,1509*** (-2,92)	-0,1545*** (-3,03)		
Pdts farma. y biotecnol.	0,0184 (0,56)	0,0079 (0,21)	0,0094 (0,25)	-0,0063 (-0,14)	-0,0418 (-0,72)
Constante	0,0074 (0,08)	-0,0339 (-0,35)	-0,0148 (-0,16)	-0,0424 (-0,40)	-0,0159 (-0,11)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Wald Chi2	84,10	123,85	132,23	132,33	132,81

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Anexo3: Determinantes de los resultados empresariales (EBIT/AT) de las compañías del MAB (II).

VARIABLES	(1) EBIT/AT	(2) EBIT/AT	(3) EBIT/AT	(4) EBIT/AT	(5) EBIT/AT
CRISIS	-0,0404* (-1,73)	-0,0562*** (-2,66)	-0,0589*** (-2,75)	-0,0595** (-2,57)	-0,0502** (-1,98)
EBIT/TA ₋₁	0,1197 (1,60)	0,1632** (2,08)	0,1697** (2,15)	0,1588** (1,98)	0,1519* (1,83)
AT ₋₁	-0,0088 (-0,88)	-0,0092 (-1,00)	-0,0107 (-1,14)	-0,0113 (-1,12)	-0,0146 (-1,30)
END ₋₁	-0,0042 (-0,07)	-0,0177 (-0,30)	-0,0153 (-0,26)	-0,0304 (-0,49)	-0,0475 (-0,73)
PROP ₋₁		0,3389*** (4,59)	0,3346*** (4,55)	0,3791*** (4,33)	0,3334*** (3,13)
AGE ₋₁			0,0430 (0,79)	0,0397 (0,72)	0,0455 (0,81)
Entidades Financieras				0,0274 (0,70)	0,0179 (0,08)
Inversor Institucional				-0,1503*** (-2,92)	-0,2261 (-1,16)
Familiar				0,0284 (0,89)	-0,0341 (-0,50)
Entidades Financieras x PROP					0,0507 (0,07)
Inversores Institucionales x PROP					0,1307 (0,38)
Familiar x PROP					0,1842 (1,11)
Alimentación y bebidas	0,0074 (0,07)	-0,1191** (-2,12)	-0,1168** (-2,08)	-0,1194** (-2,10)	-0,1188** (-2,06)
Aeroespacial	0,0350 (0,30)	0,0237 (0,46)	0,0269 (0,52)	0,0102 (0,18)	0,0188 (0,32)
Comercio	0,1508* (1,67)	0,0941** (2,28)	0,0948** (2,31)	0,0817* (1,75)	0,0695 (1,31)
Electrónica y software	0,0975 (1,20)	-0,0627 (-1,25)	-0,0605 (-1,21)	-0,0803 (-1,48)	-0,0772 (-1,29)
Ingeniería y otros	0,0458 (0,40)	-0,2074*** (-2,81)	-0,1987*** (-2,68)	-0,2486*** (-2,63)	-0,2675 (-0,57)
Medios común. y publicidad	0,1108 (1,41)	0,0406 (1,05)	0,0417 (1,08)	0,0384 (0,98)	0,0313 (0,77)
Otros servicios	-0,0263 (-0,29)	-0,1437*** (-2,83)	-0,1456*** (-2,87)		
Pdtos farma. y biotecnol.	0,0514 (0,63)	0,0150 (0,39)	0,0149 (0,39)	-0,0050 (-0,11)	-0,0209 (-0,36)
Constante	0,0738 (0,76)	0,0228 (0,28)	0,0350 (0,43)	0,0239 (0,27)	0,0766 (0,71)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	NO	NO	NO	NO	NO
Wald Chi2	19,81	95,77	97,62	97,75	97,86

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Anexo4: Determinantes de los resultados empresariales (BN/FP) de las compañías del MAB (I).

VARIABLES	(1) BN/FP	(2) BN/FP	(3) BN/FP	(4) BN/FP	(5) BN/FP
BN/FP ₁	0,1758** (2,34)	0,0911 (1,11)	0,0981 (1,20)	0,0981 (1,19)	0,0977 (1,16)
AT ₁	-0,0077 (-0,76)	-0,0144 (-1,43)	-0,0157 (-1,56)	-0,0145 (-1,30)	-0,0176 (-1,33)
END ₁	0,0007 (0,01)	-0,0462 (-0,76)	-0,0421 (-0,70)	-0,0488 (-0,77)	-0,0596 (-0,90)
PROP ₁		0,3294*** (4,20)	0,3206*** (4,09)	0,3336*** (3,56)	0,3047*** (2,67)
AGE ₁			0,0902 (1,32)	0,0854 (1,22)	0,0845 (1,17)
Entidades Financieras				-0,0009 (-0,02)	0,0411 (0,17)
Inversor Institucional				-0,1052* (-1,92)	-0,2082 (-0,98)
Familiar				0,0130 (0,38)	-0,0275 (-0,37)
Entidades Financieras x PROP					-0,1255 (-0,15)
Inversores Institucionales x PROP					0,1781 (0,48)
Familiar x PROP					0,1304 (0,77)
Alimentación y bebidas	-0,0358 (-0,74)	-0,1098* (-1,87)	-0,1026* (-1,75)	-0,1005* (-1,67)	-0,1015* (-1,66)
Aeroespacial	-0,0229 (-0,45)	0,0189 (0,36)	0,0216 (0,41)	0,0129 (0,22)	0,0168 (0,27)
Comercio	0,0616 (1,61)	0,0664 (1,56)	0,0663 (1,56)	0,0668 (1,38)	0,0638 (1,14)
Electrónica y software	0,0277 (0,82)	-0,0730 (-1,41)	-0,0673 (-1,30)	-0,0747 (-1,30)	-0,0749 (-1,17)
Ingeniería y otros	0,0093 (0,17)	-0,1846** (-2,39)	-0,1693** (-2,18)	-0,1759* (-1,76)	-0,0873 (-0,17)
Medios común. y publicidad	0,0076 (0,21)	0,0181 (0,45)	0,0207 (0,51)	0,0169 (0,41)	0,0115 (0,26)
Otros servicios	-0,0224 (-0,54)	-0,1040* (-1,94)	-0,1063** (-1,99)		
Pdts farma. y biotecnol.	-0,0068 (-0,20)	0,0116 (0,30)	0,0127 (0,33)	0,0107 (0,22)	-0,0076 (-0,12)
Constante	0,0776 (0,79)	0,0158 (0,16)	0,0275 (0,28)	0,0105 (0,10)	0,0583 (0,40)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Wald Chi2	44,66	77,25	79,44	78,46	77,89

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Anexo5: Determinantes de los resultados empresariales (BN/FP) de las compañías del MAB (II).

VARIABLES	(1) BN/FP	(2) BN/FP	(3) BN/FP	(4) BN/FP	(5) BN/FP
CRISIS	-0,0404* (-1,73)	-0,0562*** (-2,66)	-0,0589*** (-2,75)	-0,0595** (-2,57)	-0,0502** (-1,98)
BN/FP ₋₁	0,1197 (1,60)	0,1632** (2,08)	0,1697** (2,15)	0,1588** (1,98)	0,1519* (1,83)
AT ₋₁	-0,0088 (-0,88)	-0,0092 (-1,00)	-0,0107 (-1,14)	-0,0113 (-1,12)	-0,0146 (-1,30)
END ₋₁	-0,0042 (-0,07)	-0,0177 (-0,30)	-0,0153 (-0,26)	-0,0304 (-0,49)	-0,0475 (-0,73)
PROP ₋₁		0,3389*** (4,59)	0,3346*** (4,55)	0,3791*** (4,33)	0,3334*** (3,13)
AGE ₋₁			0,0430 (0,79)	0,0397 (0,72)	0,0455 (0,81)
Entidades Financieras				0,0274 (0,70)	0,0179 (0,08)
Inversor Institucional				-0,1503*** (-2,92)	-0,2261 (-1,16)
Familiar				0,0284 (0,89)	-0,0341 (-0,50)
Entidades Financieras x PROP					0,0507 (0,07)
Inversores Institucionales x PROP					0,1307 (0,38)
Familiar x PROP					0,1842 (1,11)
Alimentación y bebidas	0,0074 (0,07)	-0,1191** (-2,12)	-0,1168** (-2,08)	-0,1194** (-2,10)	-0,1188** (-2,06)
Aeroespacial	0,0350 (0,30)	0,0237 (0,46)	0,0269 (0,52)	0,0102 (0,18)	0,0188 (0,32)
Comercio	0,1508* (1,67)	0,0941** (2,28)	0,0948** (2,31)	0,0817* (1,75)	0,0695 (1,31)
Electrónica y software	0,0975 (1,20)	-0,0627 (-1,25)	-0,0605 (-1,21)	-0,0803 (-1,48)	-0,0772 (-1,29)
Ingeniería y otros	0,0458 (0,40)	-0,2074*** (-2,81)	-0,1987*** (-2,68)	-0,2486*** (-2,63)	-0,2675 (-0,57)
Medios común. y publicidad	0,1108 (1,41)	0,0406 (1,05)	0,0417 (1,08)	0,0384 (0,98)	0,0313 (0,77)
Otros servicios	-0,0263 (-0,29)	-0,1437*** (-2,83)	-0,1456*** (-2,87)		
Pdtos farma. y biotecnol.	0,0514 (0,63)	0,0150 (0,39)	0,0149 (0,39)	-0,0050 (-0,11)	-0,0209 (-0,36)
Constante	0,0738 (0,76)	0,0228 (0,28)	0,0350 (0,43)	0,0239 (0,27)	0,0766 (0,71)
Observaciones	176	156	156	156	156
Número de Empresas	20	17	17	17	17
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	NO	NO	NO	NO	NO
Wald Chi2	19,81	95,77	97,62	97,75	97,86

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10

Anexo6: Determinantes de los resultados empresariales (EBITDA/AT) de las compañías del MAB (I) (Estructura Propiedad Anual)

VARIABLES	(1) EBITDA/AT	(2) EBITDA/AT	(3) EBITDA/AT	(4) EBITDA/AT
EBITDA/TA ₋₁	0,1236 (0,80)	0,1477 (1,02)	0,2442 (1,54)	0,2035 (1,30)
AT ₋₁	0,0227 (1,07)	0,0134 (0,66)	0,0077 (0,36)	-0,0334 (-1,06)
END ₋₁	-0,0288 (-0,18)	0,0138 (0,09)	0,1021 (0,61)	-0,1297 (-0,59)
PROP ₋₁	0,1462* (1,65)	0,1166 (1,39)	0,1369 (1,63)	0,2280* (1,66)
EDAD ₋₁		0,1441** (2,27)	0,1641** (2,55)	0,1330** (2,03)
Entidades Financieras			0,0069 (0,12)	0,1610 (1,30)
Inversor Institucional			0,0053 (0,06)	0,9426 (1,17)
Familiar			-0,0645 (-1,48)	-0,0012 (-0,01)
Entidades Financieras x PROP				-0,8099* (-1,78)
Inversores Institucionales x PROP				-2,9616 (-1,34)
Familiar x PROP				-0,0803 (-0,55)
Alimentación y bebidas	-0,1170 (-0,97)	0,0034 (0,03)	-0,0564 (-0,43)	-0,0328 (-0,25)
Aeroespacial				
Comercio	-0,0654 (-0,68)	-0,0204 (-0,22)	-0,0855 (-0,82)	0,1460 (0,86)
Electrónica y software	-0,1319 (-1,22)	-0,0641 (-0,61)	-0,0866 (-0,83)	-0,1490 (-1,38)
Ingeniería y otros	-0,2372** (-2,06)	-0,1452 (-1,26)	-0,1924 (-1,54)	0,4050 (1,12)
Medios común. y publicidad	-0,1005 (-1,01)	-0,0480 (-0,50)	-0,0429 (-0,45)	-0,1022 (-1,02)
Otros servicios	-0,1452 (-1,40)	-0,1317 (-1,36)	-0,2006 (-1,59)	1,0006 (1,22)
Pdtos farma. y biotecnol.	-0,0631 (-0,69)	-0,0194 (-0,22)	-0,0335 (-0,38)	-0,0857 (-0,94)
Constante	-0,1422 (-0,70)	-0,0943 (-0,49)	-0,0228 (-0,11)	0,3995 (1,32)
Observaciones	50	50	50	50
Número de Empresas	14	14	14	14
Industria	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Año	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Wald Chi2	35,30	45,38	50,50	57,60

z-statistics en paréntesis *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,10